

VYSOKÁ ŠKOLA BÁŇSKÁ – TECHNICKÁ UNIVERZITA OSTRAVA
EKONOMICKÁ FAKULTA

KATEDRA PODNIKOHOSPODÁŘSKÁ

Stanovení hodnoty výrobního podniku
v automobilovém průmyslu

Valuing the Business
in the Automotive Industry

Student: Kateřina Pompová

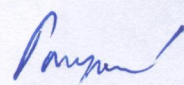
Vedoucí diplomové práce: Ing. Josef Kašík, Ph.D.

Ostrava 2020

Prohlašuji, že jsem celou práci, včetně všech příloh, vypracovala samostatně. Přílohy 1. a 2. dané mi k dispozici jsem samostatně upravila.

V Ostravě dne 17. 4. 2020

Bc. Kateřina Pompová

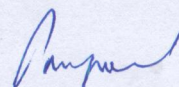


Poděkování:

Děkuji vedoucímu práce Ing. Josefu Kašíkovi Ph.D. za veškerou pomoc, kterou mi při vypracování práce poskytl.

Rovněž děkuji vedení podniku Kromadora Weels s.r.o. za možnost psát o tomto podniku, za poskytnuté údaje a data a za čas, který věnovali konzultacím k této práci.

Bc. Kateřina Pompová



Obsah

1 Úvod	5
2 Teoretická východiska ocenění podniku	7
2.1 Podnik, podnikatel, podnikání	7
2.1.1 Základní kategorie hodnoty podniku	7
2.1.2 Důvody pro ocenění podniku	10
2.1.3 Postup při oceňování podniku	10
2.2 Strategická analýza	11
2.2.1 Analýza makroprostředí	11
2.2.2 Analýza konkurenčních sil	12
2.2.3 Vyjádření hodnoty podniku	16
2.3 Zdroje informací pro ohodnocení podniku	18
2.3.1 Rozvaha	18
2.3.2 Výkaz zisku a ztráty	19
2.3.3 Výkaz cash flow	19
2.3.4 Výkazy vnitropodnikového účetnictví	19
2.3.5 Příloha k účetním výkazům a výroční zpráva	19
2.4 Metody finanční analýzy	20
2.5 Analýza absolutních ukazatelů	21
2.5.1 Horizontální analýza	21
2.5.2 Vertikální analýza	22
2.6 Poměrové ukazatele	23
2.6.1 Ukazatele rentability	23
2.6.2 Ukazatele aktivity	25
2.6.3 Ukazatele zadluženosti	27
2.6.4 Ukazatele likvidity	29
2.7 Bonitní a bankrotní modely	31

2.7.1	Altmanův bankrotní model	31
2.7.2	Index IN05	32
2.8	Finanční plán	33
2.9	Metody oceňování podniku	34
2.9.1	Metoda diskontovaných peněžních toků (DCF)	35
2.9.2	Metoda ukazatele ekonomické přidané hodnoty (EVA)	43
2.9.3	Metoda kapitalizovaných čistých výnosů	46
2.10	Metody ocenění založené na analýze majetku	47
2.10.1	Metoda účetní hodnoty	47
3	Charakteristika vybrané oceňované společnosti	49
3.1	Představení společnosti	49
3.2	Činnost podniku	50
4	Aplikace konkrétních oceňovacích metod na vybranou společnost	53
4.1	Strategická analýza	53
4.1.1	PESTLE analýza	53
4.1.2	Porterova analýza	57
4.2	Finanční analýza podniku	65
4.2.1	Horizontální analýza rozvahy	65
4.2.2	Vertikální analýza rozvahy	68
4.2.3	Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty	70
4.2.4	Vertikální analýza výkazu zisku a ztrát	72
4.2.5	Analýza poměrových ukazatelů	72
4.2.6	Bonitní a bankrotní modely	78
4.3	Ocenění podniku	80
4.3.1	Vážený průměr nákladů na kapitál (WACC)	80
4.3.2	Ekonomická přidaná hodnota — EVA	83
4.3.3	Plán hospodaření podniku v dalších letech	84
4.3.4	Ocenění výnosovými metodami	87
4.3.5	Majetkové metody ocenění	90
4.3.6	Srovnání výsledků jednotlivých metod ocenění	90

<i>OBSAH</i>	3
5 Závěr	93
Seznam použité literatury	95
Seznam zkratk	99
Seznam příloh	103
Přílohy	105

1 Úvod

Oceňování podniku patří v České republice mezi dynamicky se rozvíjející disciplíny. Primárně se setkáváme s názorem, že oceňování podniku se používá pro stanovení tržní hodnoty podniku či obvyklé ceny podniku. Výstižněji lze pojem ocenění podniku chápat jako proces, kdy je odhadována hodnota nebo interval hodnot pro předem stanovený konkrétní účel. Významnou roli hraje ocenění podniku při prodeji, koupi či fúzi. V rámci dlouhodobého strategického rozhodování poskytuje proces ocenění ucelená data pro vlastníky a věřitele z oblasti finanční analýzy, postavení podniku na trhu, o konkurenceschopnosti.

Cílem diplomové práce je stanovení hodnoty společnosti Kromadora Weels s.r.o. k 1.1. 2020 za účelem informovanosti majitelů korporace o stavu podnikání současného managementu dceřiné společnosti a dalšího naznačení směru vývoje společnosti do budoucnosti. K ocenění podniku jsou vybrány oceňovací metody a to konkrétně dvoufázová metoda diskontovaných peněžních toků DCF entity, metoda ekonomické přidané hodnoty EVA entity a v neposlední řadě je aplikována účetní metoda.

Základní teoretický rámec práce vytváří první kapitolu, v níž jsou popsány základní pojmy a kroky jednotlivých metod vedoucí k ocenění společnosti.

V následující praktické části je provedeno představení společnosti a poznatky získané v teoretické části aplikovány do praxe. Jsou provedeny analýzy vnějšího a vnitřního prostředí. Pro analýzu vnějšího prostředí je použita PESTLE analýza a analýza oborového prostředí. Analýza konkurenčního prostředí je provedena pomocí Porterovy analýzy pěti konkurenčních sil. Informace týkající se finanční situace společnosti je analyzována pomocí absolutních a poměrových ukazatelů. Z výsledků těchto analýz je proveden finanční plán s výhledem do budoucnosti do roku 2024.

V posledním díle praktické části jsou provedeny výše zmíněné oceňovací metody a vyhodnoceny zjištěné hodnoty.

2 Teoretická východiska ocenění podniku

2.1 Podnik, podnikatel, podnikání

Nový Občanský zákoník č.89/2012 Sb., který nabyl účinnosti od 1.1. 2014 nezná pojem podnik, ale definuje nový pojem obchodní závod. Definuje jej jako „organizovaný soubor jmění, který podnikatel vytvořil a který z jeho vůle slouží k provozování činnosti. Má se za to, že závod tvoří vše, co zpravidla slouží k jeho provozu.“ Obchodní závod se tímto definuje nejen jako soubor majetkových hodnot, ale také dluhy podnikatele.

Dle Nového Občanského zákoníku se za podnikatele považuje osoba zapsaná v obchodním rejstříku, osoba, která má k podnikání živnostenské nebo jiné oprávnění či fyzická nebo právnická osoba, která samostatně vykonává na vlastní účet a odpovědnost výdělečnou činnost se záměrem činit tak soustavně a za účelem dosažení zisku (Nový Občanský zákoník, §420, §421)

„Kdo samostatně vykonává na vlastní účet a odpovědnost výdělečnou činnost živnostenským nebo obdobným způsobem se záměrem činit tak soustavně za účelem dosažení zisku, je považován se zřetelem k této činnosti za podnikatele.“ (Kislingerová a kol. 2014).

2.1.1 Základní kategorie hodnoty podniku

Každý podnik je hodnocen za jiným účelem a za odlišných předpokladů . Podle účelu ocenění lze vymezit čtyři základní přístupy ke stanovení hodnoty podniku:

1) Tržní hodnota

Mezinárodní oceňovací standardy (IVS) definují tržní hodnoty takto: „ Odhadnutá částka, za kterou by bylo možné dané vlastnictví směnit k datu ohodnocení mezi ochotným kupujícím a ochotným prodávajícím při nezávislé transakci, do níž

obě strany vstupují obeznámeny s tržními podmínkami, uvědoměle, uvážene a dobrovolně“.

Pro definici tržní hodnoty je důležité předpokládat existenci tržních podmínek, které fungují mezi kupujícími a prodávajícími a využití oceňovacího majetku nejpravděpodobnějším možným způsobem. Je kalkulována na pozadí určitých tržních podmínek. Použití majetku, které je fyzicky možné, oprávněné, právně přípustné, finančně proveditelné a které má za následek nejvyšší hodnotu oceňovaného majetku. (Mařík 2011)

2) Subjektivní hodnota

Je hodnota podniku pro individuálního nabízejícího či poptávajícího. Mařík (2011) uvádí ve své knize definici subjektivní hodnoty jako hodnoty majetku pro určitého investora nebo skupinu investorů a pro stanovené investiční cíle.

V Mezinárodních standardech se setkáváme s pojmem investiční hodnota, namísto subjektivní hodnota, která zní takto: *Investiční hodnota je hodnota majetku pro konkrétního investora nebo třídu investorů pro stanovené investiční cíle. Tento subjektivní pojem spojuje specifický majetek se specifickým investorem nebo skupinou investorů, kteří mají určité investiční cíle nebo kritéria. Investiční hodnota majetkového aktiva může být vyšší nebo nižší než tržní hodnota tohoto majetkového aktiva. Termín investiční hodnota by neměl být zaměňován s tržní hodnotou investičního majetku.* (Mařík 2007)

3) Objektivizovaná hodnota

Mezinárodní standardy definují objektivizovanou hodnotu takto: *Objektivizovaná hodnota představuje typizovanou a jinými subjekty přezkoumatelnou výnosovou hodnotu, která je stanovena z pohledu tuzemské osoby – vlastníka (nebo skupiny vlastníků), neomezeně podléhající daním, přičemž tato hodnota je stanovena za předpokladu, že podnik bude pokračovat v nezměněném konceptu, při využití realistických očekávání v rámci tržních možností, rizik a dalších vlivů působících na hodnotu podniku.* (Mařík 2007)

Objektivizovaná hodnota je tedy odpovědí na poslední praktickou otázku, tedy na otázku, jakou hodnotu lze považovat za relativně nespornou. Při výpočtu této hodnoty by měly být dodržovány zásady a to proto, aby bylo dosaženo co největší reprodukovatelnosti ocenění. Do zásad lze zařadit například udržování substance, tedy čerpání jen určitého množství

peněžních prostředků, a to tak, aby nebyla ohrožena majetková podstata. Dále zde patří zásada volného zisku, ta se týká části zisku, která může být vybrána, aniž by došlo k ohrožení substance podniku. Do zásad patří také management, kde se předpokládá, že dosavadní management v podniku setrvá. (Mařík 2007)

Pro stanovení objektivizované hodnoty platí tyto zásady:

- pokračování v realistických očekáváních v nezměněném podnikovém konceptu, při zohlednění finančních možností oceňovaného podniku,
- rozhodující význam vlastníka k volným finančním prostředkům,
- správně stanovené střednědobé podnikové plánování,
- účelově typizované daňové zatížení,
- tvorba trvalých přebytků (věčná renta),
- využití kořenové teorie,
- odhad na prokazatelných skutečnostech (Mařík 2011).

4) Pojetí hodnoty podniku z pohledu Kolínské školy

Hodnota určená dle Kolínské školy je založena na subjektivním postoji. Při nákupu a prodeji podniku vychází ze subjektivních názorů a funkcí ocenění prodávajícího a nakupujícího subjektu.

Mezi základní funkce řadí Kolínská škola

- funkci poradenskou
- funkci rozhodčí
- funkci argumentační
- funkci komunikační
- funkci daňovou (Mařík 2011).

Funkce poradenská, je považována za funkci nejdůležitější, má za cíl poskytnout podklady a informace kupujícímu o maximální ceně, kterou je ochoten zaplatit a informace o minimální ceně pro prodávajícího, kterou je ochoten akceptovat. Jedná se o tzv. hraniční hodnoty. Na tuto funkci navazuje funkce rozhodčí, kdy je stanoven nezávislý oceňovatel, který nalezne spravedlivou cenu v rámci hraničního rozpětí. U funkce argumentační předkládá oceňovatel argumenty pro zlepšení pozice jedné strany a k dosažení výhodnějšího výsledku jednání. Komunikační

funkce má poskytnout podklady pro komunikaci převážně s bankami a investory. V neposlední řadě daňová funkce poskytuje podklady pro daňové účely.

Objektivizaci lze obecně chápat jako postup na základě dat, které nezávisí na konkrétním hodnotiteli, ale na obecně přijímaných metodách (Mařík 2011).

2.1.2 Důvody pro ocenění podniku

K oceňování podniku dochází povětšinou z důvodů, které jsou vyvolány vnějšími okolnostmi. Mezi základní podmínky k oceňování podniku lze zařadit:

- koupi a prodej nebo likvidaci podniku,
- ukončení účasti společníka ve společnosti nebo převedení na jiného majitele,
- změna právní formy podniku,
- ocenění při fúzi, rozdělení nebo převzetí podniku,
- uvedení podniku na kapitálový trh,
- pro potřeby hodnocení výsledků práce managementu.

Pro každé ocenění by mělo být jasné uvedeno, proč se daný podnik oceňuje, z jakého podnětu a o jaký druh hodnoty se jedná a k jakému datu je tato hodnota platná (Mařík 2011).

2.1.3 Postup při oceňování podniku

Na začátku procesu je nutné si stanovit důvod, pro který se ocenění zpracovává a jakou hodnotu bychom měli oceněním získat.

S tímto důvodem budou seznámeni jednotliví členové týmu, který byl sestaven ke zpracování tohoto úkolu. Mezi členy týmu patří odborníci, specialisté a asistenti, jejichž práce spočívá v plnění zadaných úkolů. V týmu by měli být zastoupeni zástupci top managementu, kteří formulují zadání práce a dodávají podnikové informace. Celý tým se řídí podle časového harmonogramu.

Základním předpokladem pro správné ocenění podniku jsou kvalitní vstupní informace jak z vnitřního prostředí podniku, tak z vnějšího prostředí. Z těchto informací lze vytvořit

správný a věrný obraz o hodnotě a fungování podniku. Dle Maříka (2011) můžeme tyto data rozdělit do sedmi kategorií:

- Základní data o podniku – název, právní forma, majetkové podíly
- Ekonomická data – účetní výkazy, výroční zprávy a zprávy auditorů
- Relevantní trh – segmentace trhu, faktury vývoje trhu
- Konkurenční analýza relevantního trhu – hlavní přímí konkurenti, substituty, bariéry vstupu do odvětví
- Obyt a marketing - porovnávání hlavních produktů s konkurencí, ceny a cenová politika, výdaje na reklamu, výzkum a vývoj
- Výroba a dodavatelé – řízení kvality a certifikace, charakter výroby, využití kapacit, struktura dodavatelů, úroveň logistiky a zásob
- Pracovníci – struktura a jejich kvalifikace, situace na trhu práce, personální náklady, fluktuace v odvětví

2.2 Strategická analýza

Strategická analýza je podstatnou součástí celého procesu oceňování podniku. Cílem je stanovení výnosového potenciálu daného podniku, který je závislý na vnějším a vnitřním potenciálu. Vnější potenciál představuje příležitosti a rizika působící z vnějšího prostředí podniku. Vnitřní potenciál je tvořen silnými a slabými stránkami podniku. Důraz je kladen na zjištění konkurenceschopnosti podniku v tomto prostředí.

Strategickou analýzu rozdělujeme na externí a interní analýzu, které budou popsány níže. Pro každou analýzu je důležité zvolit vhodnou metodu dle potřeb podniku.

2.2.1 Analýza makroprostředí

Analýza makroprostředí hodnotí vlivy a podmínky vnějšího prostředí, které působí na podnik, aniž by mohl toto působení aktivně ovlivnit. Může na tyto vlivy a podmínky pružně reagovat a aktivně se jim přizpůsobit, což výrazně ovlivňuje směr vývoje podniku, (Sedláčková 2006)

Mezi vhodné metody analýzy makroprostředí lze zvolit analýzu PESTLE, která analy-

zuje základní skupiny faktorů, jejichž počáteční písmena tvoří název metody. Politické a legislativní faktory, ekonomické faktory, sociální faktory, technologické a ekologické faktory (Hanzelková et al. 2017).

Do politických a legislativních faktorů patří především stabilita zahraniční a národní politické situace, dále členství země v EU. Vymezení daňových zákonů, regulace exportu a importu, ochrana životního prostředí.

V ekonomických faktorech je sledována úroveň úroků, daně (např. DPH, spotřební daně, daň z příjmu právnických osob aj.), stabilita měny, hospodářské cykly na trhu, makroekonomické ukazatele HDP a HDP na osobu. (Kislingerová 2001), (Sedláčková 2006)

Mezi sociální faktory patří demografické ukazatele, etnické a náboženské otázky, vnímání reklamy, změny životního stylu, úroveň škol, přístupy k práci a volnému času. (Kislingerová 2001), (Sedláčková 2000)

Technologické faktory jsou zaměřeny na změny ve vývoji v daném odvětví, inovace, vládní podpora vývoje a výzkumu, nové pracovní postupy, metody a techniky, rychlost zastarávání (Kislingerová 2001), (Sedláčková 2006)

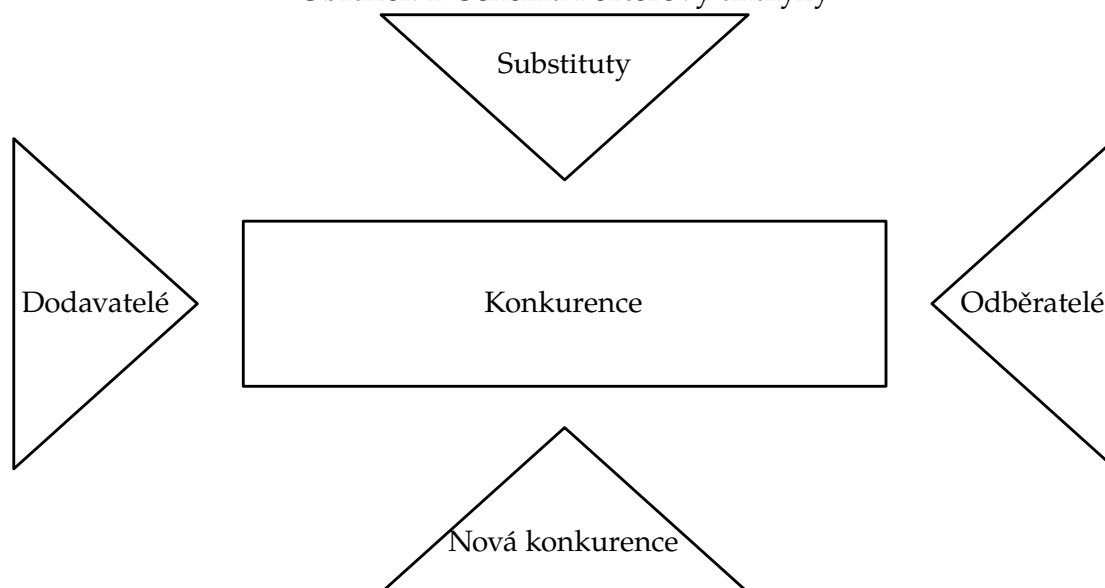
Na ekologické faktory je v poslední době kladen veliký důraz a proto by se neměly přehlížet. Firmy se zavazují k dodržování opatření, limitů a norem v oblasti ekologie a ochrany životního prostředí. K ekologickým faktorům patří nakládání a třídění odpadu, dodržování emisních limitů, využívání obnovitelných zdrojů energie.

2.2.2 Analýza konkurenčních sil

Často používaný nástroj analýzy mikroprostředí podniku je Porterova analýza pěti konkurenčních sil (Porter 1993). Tato analýza je zaměřená na zjištění pozice firmy v konkurenčním prostředí daného odvětví a prognózování možného vývoje chování konkurence. Mezi pěti základními faktory bývá analyzována

- vyjednávací síla zákazníků,
- vyjednávací síla dodavatelů,
- hrozba vstupu nových konkurentů,

Obrázek 1: Schéma Porterovy analýzy



Zdroj: Vlastní zpracování podle Margetta (2012)

- hrozba substitutů,
- rivalita firem působících na daném trhu (viz obr. 1).

Všechny tyto faktory jednoznačně ovlivňují hospodářský výsledek.

Tento model napomáhá manažerům analyzovat konkurenční prostředí působící v daném odvětví. Slouží ke zmapování faktorů, které ovlivňují vyjednávací pozici firmy v odvětví. Vymezením těchto oblastí mohou manažeři rozpoznat, která z těchto pěti sil vede k ohrožení či k novým příležitostem a mohou formulovat vhodné strategické odezvy.

V analýze by se měly jednotlivé vlivy kvantifikovat a na základě této kvantifikace odhadovat jejich sílu. Vyhodnocení síly jednotlivých faktorů by mělo firmě ukázat, jak se bránit a čelit hrozbám a jak těchto vlivů využít pro vlastní prospěch.

Management by měl posilovat pozici firmy vyvažováním těchto sil do rovnováhy. Pokud některý z faktorů převažuje, dostává se podnik do obtížné situace (Košťan a Šulěř 2006). Analýza by měla také předpovídat budoucí změny zmiňovaných pěti faktorů. Tím je možné modifikovat strategii firmy s předstihem před konkurencí a získat oproti konkurenci výhodu.

Samozřejmě je nutné neustále myslet na to, že pravý smysl konkurence není porazit soupeře, ale dosáhnout zisku (Margetta 2012).

Porterova analýza nehodnotí vliv

- komplementů, doplňkových produktů, nakupovaných společně se sledovanými produkty,
- vládních regulací a státních zásahů,
- celkový růst odvětví a
- vliv technologií.

Přestože jsou tyto faktory významné, nelze z jejich pohybu jednoznačně posoudit, jakým směrem ovlivňují zisk (Magretta 2012).

Intenzita soupeření současné konkurence

Konkurence podniku na trhu je třeba sledovat na základě jejich strategie a síly. Podle (Hanzelková et al. 2017) můžeme hodnotit např. následující ukazatele

- podíl na trhu,
- cenovou politiku,
- inovativnost,
- reklamní strategie,
- podpora ze strany strategických partnerů,
- náklady na opuštění odvětví.

Potenciální vstup nových konkurentů

Noví konkurenti se na trhu mohou objevit, pokud překonají základní bariéry pro vstup do odvětví. Tyto bariéry mohou být (Košťan a Šulěr 2006)

- velikost kapitálových vstupů,
- přístup k distribučním kanálům,
- legislativa a ochrana trhu,
- silné image výrobku,
- know-how,
- kvalifikace pracovní síly,
- reakce stávajících účastníků na trhu,
- výstupní náklady.

Substituty

U substitutů, tj. výrobků, které mohou nahradit sledovaný produkt je nutné sledovat

- cenu,
- dostupnost,
- kvalitu,
- agresivitu výrobců substitutů,
- cenu za přechod k substitutu.

Síla dodavatelů

Mezi dodavatele je nutné uvažovat nejen dodavatele surovin a polotovarů a energie, ale také dodavatele pracovní síly, know-how a kapitálu. Jako zvláštní dodavatel může působit také stát s investičními pobídkami a pod. viz (Košťan a Šulěr 2006).

Síla dodavatelů je odvozena od těchto kritérií (Košťan a Šulěr 2006)

- objem dodávaného produktu,
- dostupnost dodávaného produktu,
- náklady na změnu dodavatele,
- image dodavatele,
- spolehlivost dodavatele,
- množství a koncentrace dodavatelů.

Síla zákazníků

Síla zákazníků závisí na těchto faktorech (Dvořáček a Slunčík 2012)

- koncentrace odběratelů,
- existence alternativních zdrojů,
- náklady spojené s přechodem k jinému dodavateli,
- podíl dodávek na nákladech na produkci zákazníků.

2.2.3 Vyjádření hodnoty podniku

Správné ocenění podniku má v tržním hospodářství nezastupitelnou úlohu. Znat hodnotu podniku potřebují z různých důvodů

- vlastníci,
- investoři,
- vedení podniku,
- obchodní partneři a také
- konkurence.

Vyjádření hodnoty podniku není jednoduchá záležitost. Samotný pojem *hodnota podniku* není určen jednoznačně. Rozeznáváme nejméně čtyři různé kategorie tohoto pojmu

Hodnota obvyklá — podle zákona č. 151 /1997 Sb. o oceňování majetku. Tato hodnota je definována jako cena, které bylo dosaženo při prodeji stejného nebo obdobného majetku.

Tržní hodnota — je odhad částky, za kterou by mohl být majetek prodán v situaci, ve které prodávající i kupující byli seznámeni se všemi podstatnými skutečnostmi prodeje a jednají rozumně a informovaně.

Subjektivní hodnota — je cena, kterou je ochoten zaplatit konkrétní kupující.

Objektivizovaná hodnota — standardizovaná a přezkoumatelná hodnota vyčíslená za předpokladu, že podnik bude pokračovat ve své dosavadní činnosti.

Jako hlavní metody ukazující výkonost podniku byly v první polovině minulého století používány převážně metody založené na rentabilitě investic (ROI) a rentabilitě vlastního kapitálu (ROE). V druhé polovině minulého století se výkonnost podniku hodnotila metodami založenými na rentabilitě čistých aktiv a cash flow.

Jako hlavní metody ocenění hodnoty podniku rozeznáváme ocenění na základě

- analýzy podnikového majetku,
- analýzy výnosů a nebo
- analýzy trhu.

Při oceňování podniku se setkáváme s několika základními potížemi.

Jedním z prvních problémů při oceňování podniku je volba účetních standardů a metodik podle kterých ocenění provádíme. V podstatě máme na vybranou mezi účetními standardy a metodikami podle

- českých předpisů,
- mezinárodních a Evropských standardů nebo
- vybraných národních standardů.

V realitě českého akciového trhu, který je málo rozvinutý a nevyspělý, je velmi obtížná také analýza *tržní* hodnoty podniku.

Samozřejmě situaci vždy komplikuje dostupnost dat potřebných k příslušné analýze.

Samotné ocenění podniku by mělo probíhat přibližně podle následujícího scénáře (Mařík 2011, str. 53):

- 1) sběr dat,
- 2) analýza dat,
 - a) strategická analýza,
 - b) finanční analýza,
 - c) rozdělení aktiv na provozně nutná a nenutná,
 - d) analýza generátorů hodnoty,
 - e) orientační ocenění na základě předchozích zjištění,
- 3) sestavení finančního plánu,
- 4) samotné ocenění.

Každému ocenění podniku by měla předcházet finanční analýza podniku. Na základě této analýzy můžeme posoudit finanční zdraví podniku a odhadnout vývoj pro krátkou budoucnost. Finanční analýza by měla ve svých závěrech vyhodnotit finanční zdraví podniku, pojmenovat slabé stránky, které mohou finanční zdraví ohrozit a rozpoznat silné stránky podniku, které mohou být vhodnými příležitostmi pro vylepšení finančního zdraví.

2.3 Zdroje informací pro ohodnocení podniku

Finanční data podniku mohou být jedním ze zdrojů kvalitních informací, která poskytnou data především pro manažery a vlastníky, ale také pro externí uživatele. Jedná se o výkazy finančního účetnictví, které jsou veřejně přístupné. Jsou to:

- rozvaha
- výkaz zisku a ztráty
- přehled o peněžních tocích
- přehled o změnách vlastního kapitálu
- přílohy a komentáře k jednotlivým předchozím výkazům

Interní charakter mají výkazy vnitropodnikového účetnictví, které nejsou veřejně přístupné, podnik si je vytváří sám, dle svých potřeb. Účetní výkazy a další data potřebná pro finanční analýzu by měla být:

- srozumitelná, prezentovaná v obecně známé standardizované formě,
- spolehlivá, pravdivě popisující skutečnost,
- srovnatelná, tedy vhodná pro analýzy časových trendů v jednom podniku nebo pro analýzy mezi různými podniky,
- objektivní, vycházející z průkazných a ověřitelných zdrojů,
- relevantní, tedy měly by přinášet užitečné informace.

Tyto vlastnosti účetních výkazů jsou garantovány účetními standardy, vnitrostátními předpisy v ČR v návaznosti na legislativu Evropské unie.

2.3.1 Rozvaha

Rozvaha je statický účetní výkaz, který podává informace o stavu aktiv a pasiv k okamžiku sestavení rozvahy v peněžním vyjádření.

Aktiva představují pro podnik konkrétní formy majetku sloužící k podnikání, sestavené v rozvaze od nejméně likvidních např. dlouhodobý majetek, až po nejlikvidnější aktiva, např. krátkodobé pohledávky, peněžní prostředky a další.

Pasiva představují zdroje podniku. Jsou řazena od vlastních zdrojů až po cizí zdroje

(Kubíčková a Jindřichovská 2015).

2.3.2 Výkaz zisku a ztráty

Výkaz zisku a ztráty udává informace, které náklady a výnosy se podílely na tvorbě hospodářského výsledku za určité období, který je následně přenesen do rozvahy. Výsledek hospodaření z provozní, finanční a mimořádné činnosti vychází z členění nákladů a výnosů, což lze využít pro podrobnější rozbor (Kubíčková a Jindřichovská 2015).

Akruální princip využívaný ve výkazu zisku a ztráty zaručuje podniku jistotu, že náklady a výnosy jsou zachyceny v účetním období, ve kterém byly uskutečněny bez ohledu na to, zda se uskutečnil příslušný peněžní tok.

2.3.3 Výkaz cash flow

Výkaz cash flow je účetní výkaz, který sleduje skutečný stav peněžních prostředků. Zachycuje přírůstky, úbytky a změnu stavu peněžních prostředků. Informace z tohoto výkazu slouží k přehledu podniku o jeho platební schopnosti, za jakým účelem byly vynaloženy a kde byly získány peněžní prostředky.

2.3.4 Výkazy vnitropodnikového účetnictví

Dalším zdrojem pro finanční analýzu jsou výkazy vnitropodnikového účetnictví. Tyto výkazy jsou určeny především managementu a dalším vnitropodnikovým útvarům a jsou veřejně nepřístupné, tzv. interní.

Mezi tyto můžeme zařadit výkazy zobrazující náklady podniku v nejrůznějším členění např. druhové a kalkulační, dále výkazy o spotřebě nákladů rozdělené na vnitropodniková střediska či jednotlivé pracovní výkony a pod.

2.3.5 Příloha k účetním výkazům a výroční zpráva

Příloha k účetní závěrce podá bližší a doplňující informace, které podnik uvedl ve výše zmíněných dokumentech. Kromě údajů týkající se identifikace podniku, jsou zde uvedeny doplňující informace k majetku a závazkům podniku, k půjčkám a úvěrům,

o způsobech odpisování majetku a další. Celkový obsah přílohy je právně upraven Vyhláškou, č. 500/2002, §39.

2.4 Metody finanční analýzy

Finanční analýza zaujímá v podniku nezastupitelnou pozici pro finanční rozhodování podniku. Dává ucelená data o finančním zdraví podniku, vyhodnocuje atraktivnost finančních rozhodnutí v minulosti, tzn. poskytuje zpětnou vazbu k současné finanční situaci a nabízí podklady pro finanční plánování. Finanční analýza získává data z účetních výkazů a systematicky rozebírá příčiny tohoto vývoje a predikuje pravděpodobnost budoucího vývoje.

Nejrozšířenější způsoby finanční analýzy jsou technická analýza, tzv. kvantitativní, která zpracovává ekonomická data z účetnictví na základě algoritmizovaných matematických a statistických metod a vyhodnocuje jejich výsledky.

Fundamentální analýza se zabývá vývojem a působením širšího okolí podniku, jako je makroprostředí a mikroprostředí podniku.

Elementární metody finanční analýzy zpracovávají základní ukazatele z účetních výkazů nebo jednoduché vztahy z těchto údajů odvozených (Kubíčková a Jindřichovská 2015).

Níže následuje podrobné členění elementárních metod dle Landy (2008).

1. analýza stavových (absolutních) ukazatelů,
 - horizontální analýza,
 - vertikální analýza,
2. analýza rozdílových a tokových ukazatelů,
 - analýza pracovního kapitálu,
 - analýza cash flow,
3. přímá analýza poměrových ukazatelů,
 - ukazatele rentability nebo-li výnosnosti,
 - analýza ukazatelů aktivit,
 - ukazatele zadluženosti a finanční struktury,
 - analýza ukazatelů likvidity,

- analýza ukazatelů kapitálového trhu,
 - analýza ukazatelů na bázi cash flow,
4. analýza soustav ukazatelů,
- pyramidové rozklady,
 - bonitní a bankrotní modely,
 - metoda diskontované cash-flow, DCF
 - metoda ekonomické přidané hodnoty, EVA

2.5 Analýza absolutních ukazatelů

Pro absolutní ukazatele čerpáme data z účetnictví a zpracováváme je buďto v tzv. horizontální analýze nebo hodnotíme procentuální údaje vzhledem k celku v analýze vertikální

2.5.1 Horizontální analýza

Horizontální analýza porovnává jednotlivé položky účetních výkazů jednoho řádku za určitá časová období, tzn. horizontálně. Pro kvalitní vyhodnocení této analýzy je důležité porovnávat data za více období, vhodné se jeví pětileté období (Kubíčková a Jindřichovská 2015).

Pokud hodnotíme změny běžného období vzhledem k základnímu období, mluvíme o analýze *bazických indexů*. Přičemž můžeme hodnotit buďto absolutní změnu

$$X_t - X_0, \quad (2.1)$$

nebo změnu procentuální

$$\frac{X_t - X_0}{X_0} \cdot 100, \quad (2.2)$$

kde X_t je hodnota ukazatele v běžném období a X_0 je hodnota ukazatele v základním období.

Můžeme také hodnotit změny mezi běžným a předchozím obdobím, tj. analyzovat *řetězové indexy*. Přičemž opět můžeme uvažovat buďto absolutní změny

$$X_t - X_{t-1}, \quad (2.3)$$

nebo změny procentuální

$$\frac{X_t - X_{t-1}}{X_{t-1}} \cdot 100, \quad (2.4)$$

kde X_t je hodnota ukazatele v běžném období a X_{t-1} je hodnota ukazatele v předchozím období.

Při hodnocení těchto časových řad v horizontální analýze by se měly brát v úvahu také změny vnějších podmínek, jako je celkový stav tuzemské i mezinárodní ekonomiky, situace na konkrétních trzích, požadavky zákazníků a dodavatelů, změny cen vstupního materiálu nebo změny v daňové soustavě.

2.5.2 Vertikální analýza

Vertikální analýza, někdy také *analýza struktury* podniku, hodnotí dílčí údaje vzhledem k základnímu údaji, *základně*, ve výkazu zisku a ztráty to může být např. výše tržeb z hlavní činnosti. Absolutní hodnoty částečných ukazatelů z výkazu jsou převedeny na hodnotu, která představuje procentuální podíly zvolené základny, která má tedy vždy hodnotu 100 %.

Hodnotíme tedy podíly ve tvaru

$$\frac{X_i}{\sum_{i \in D} X_i}, \quad (2.5)$$

kde X_i jsou dílčí ukazatele a jejich součet je základní ukazatel.

Hlavní výhoda této analýzy je, že není tak závislá na změnách vnějších faktorů během sledovaného období, jako horizontální analýza. Proto můžeme touto metodou porovnávat údaje z výkazů z různých období v dané firmě nebo lze porovnávat údaje z různých podniků ve stejném oboru navzájem.

Touto analýzou nelze zjistit příčiny změn, pouze na změny poukazuje.

2.6 Poměrové ukazatele

Analýza *poměrových ukazatelů* je oblíbenou a rozšířenou metodou finanční analýzy, neboť umožňuje získat rychlý a nenákladný obraz o základních finančních charakteristikách podniku (Sedláček 2007). Pomocí poměru představují ukazatelé vzájemný vztah dvou položek účetních výkazů, které mají vzájemnou souvislost. S hloubkovou znalostí fungování firmy a kombinací s metodami absolutních a rozdílových ukazatelů, umožňují smysluplnou interpretaci a komplexní finanční analýzu podniku.

Zisk podniku bývá vyjádřen v mnoha různých formách. Naneštěstí terminologie často závisí na národních účetních standardech a pod stejným označením se mohou vyskytovat trochu odlišná čísla. Uvedeme zde ty, které budou použity v další práci.

EAT — Earnings After Taxes je zisk po zdanění. V českých účetních standardech to je *výsledek hospodaření za účetní období*.

EBT — Earnings Before Taxes je zisk před zdaněním. Podle českých standardů to je obvykle *výsledek hospodaření před zdaněním*.

EBIT — Earning Before Interests and Taxes, výsledek hospodaření před úhradou dlouhodobých úroků a daní.

$$\text{EBIT} = \text{Výsledek hospodaření před zdaněním} + \text{Nákladové úroky} \quad (2.6)$$

2.6.1 Ukazatele rentability

Ukazatelé rentability vyjadřují schopnost dosahovat zisku na základě vložených prostředků. Vyjadřuje míru úspěšnosti vytváření zdrojů s využitím vložených prostředků, tzn. poměr mezi finančními prostředky plynoucí z aktivit podniku a prostředky, které byly do těchto aktivit vloženy. Dle Dluhošové (2010) je u ukazatelů rentability vhodný rostoucí trend, aby docházelo ke zvyšování rentability.

ROI — rentabilita vloženého kapitálu hodnotí podnikatelskou činnost firmy. Vyjadřuje

celkový zisk z vynaložené investice. Měří návratnost a efektivnost investic, které podnik vynaložil pro zlepšení svého podnikatelského záměru. V poslední době nabývá tento koeficient na významu v souvislosti s analýzou EVA (Kislingerová 2001, str. 70).

$$\text{ROI} = \frac{\text{zisk}}{\text{celkový kapitál}} \quad (2.7)$$

Tento vzorec není zcela jednoznačný, protože jako zisk je možné použít jak ukazatel EBT nebo EAT, nebo EBIT. Dle Sedláčka (2007) je vhodné použít EBIT, tj. výsledek hospodaření navýšený o nákladové úroky. S touto hodnotou bude pracováno při v praktické části.

ROA — rentabilita aktiv neboli produkční síla firmy. Vyjadřuje schopnost podniku zhodnotit vložené prostředky, bez ohledu na jejich původ. Jako ukazatel zisku je zde použit EBIT.

$$\text{ROA} = \frac{\text{EBIT}}{\text{celková aktiva}} \quad (2.8)$$

ROIC — rentabilita investovaného kapitálu hodnotí podnikatelskou činnost firmy. Je to varianta indexu ROI, která bere do úvahy také míru zadluženosti podniku.

$$\text{ROIC} = \frac{\text{EAT}}{\text{celkový kapitál} - \text{hotovost} - \text{neúročené hotovostní ekvivalenty}} \quad (2.9)$$

ROE — rentabilita vloženého vlastního kapitálu je důležitým ukazatelem pro vlastníky a akcionáře při hodnocení úspěšnosti investic. Tento ukazatel porovnává, zda výnos z investice odpovídá míře rizika, se kterou své prostředky investovali. Pokud by byl výnos dlouhodobě nižší, než výnosy s nižším rizikem, investoři by svůj kapitál vložili do výnosnějších investic.

$$\text{ROE} = \frac{\text{EAT}}{\text{vlastní kapitál}} \quad (2.10)$$

Pro investora je dobrým znamením, pokud je ROE vyšší než výnosnost cenných papírů, které bývají považovány za bezrizikové (Růčková 2015). V ČR se za tuto bezrizikovou sazbu považují výnosy státních dluhopisů s desetiletou splatností.

ROS — rentabilita tržeb slouží podniku k porovnání za delší časové období nebo mezi podniky se stejným zaměřením. Tento ukazatel informuje o tom, kolik korun zisku připadne na jednu korunu tržeb. Měří ziskovost tržeb nebo-li ziskovou marži. Do čitatele se dosadí zisk před zdaněním.

$$\text{ROS} = \frac{\text{EBT}}{\text{tržby}} \quad (2.11)$$

Pro mezipodnikové srovnání se do čitatele použije hodnota EBIT, aby se vyloučil vliv rozdílné kapitálové struktury (zisk, úroky) jak uvádí Sedláček (2007, str. 59).

Z tohoto ukazatele můžeme vyčíst hospodárnost firmy, jak kontroluje své náklady, jak efektivně vynakládá prostředky, potažmo jestli má úspěšné postavení na trhu díky svým výrobkům či poskytováním služeb. Při nízkém či klesajícím ukazateli by se měla firma zaměřit na rozbor nákladů a pokusit se o jejich snížení.

(Předchozí vzorce v tomto oddíle viz Sedláček (2007, str. 56–58).)

2.6.2 Ukazatele aktivity

Tyto ukazatele zobrazují:

- jak efektivně podnik nakládá se svými aktivy, majetkem, pohledávkami, zásobami,
- jak účelně a intenzivně svoje aktiva využívá,
- jak dlouho má v aktivech vázány finanční prostředky.

Ukazatele sledují u jednotlivých aktiv rychlost obratu, tzn. kolikrát se obrátí určitý druh majetku za dané období nebo dobu obratu, tj. dobu, po kterou je majetek v určité formě vázán, než se přemění na peníze. (Sedláček 2007)

Obrat celkových aktiv — vypovídá, kolikrát se aktiva obrátí za určitý časový interval, obvykle jeden rok (Sedláček 2007).

$$\text{obrat celkových aktiv} = \frac{\text{roční tržby}}{\text{celková aktiva}} \quad (2.12)$$

U tohoto ukazatele je třeba posuzovat jeho vývoj v časové řadě. Čím nižší hodnota, tím efektivnější je využití majetku. Doporučené hodnoty jsou 1,6–3.

Doba obratu aktiv — ukazuje, za kolik dní dojde k obratu celkových aktiv vzhledem k tržbám (Dluhošová 2010).

$$\text{doba obratu aktiv} = \frac{\text{celková aktiva}}{\text{průměrné denní tržby}} \quad (2.13)$$

Pro tento ukazatel neexistuje všeobecně uznávaná doporučená hodnota, platná ve všech oborech podnikání. Pokles tohoto ukazatele v čase je pro firmu příznivý.

Obrat zásob vyjadřuje, jak jsou v podniku využívány zásoby. Udává roční cyklus od prodeje zásob po jejich uskladnění. Vyšší hodnoty ukazatele jsou pro podnik příznivé, neboť informuje o tom, že podnik nemá staré zásoby, které váží v sobě finanční majetek a jsou rizikem pro zvyšování skladovacích nákladů. Výpočet je uveden ve vzorci (Sedláček 2007)

$$\text{obrat zásob} = \frac{\text{tržby}}{\text{zásoby}} \quad (2.14)$$

Doba obratu zásob — informuje o tom, jaká doba je nutná k přeměně z peněžních prostředků na zásoby a zpět na peněžní prostředky (Dluhošová 2010).

$$\text{doba obratu zásob} = \frac{\text{zásoby}}{\text{průměrné denní tržby}} \quad (2.15)$$

Za ideální se považuje doba obratu do 30 dní. Běžná doba obratu zásob je 50–100 dnů. Doba obratu zásob nad 100 dnů obvykle představuje problematické chování firmy.

Cílem by mělo být zkrácení doby obratu zásob na nejnižší možnou míru tak, aby podnik mohl zajistit plynulé zajištění výroby zásobami a tím uspokojení potřeb zákazníků.

Doba obratu pohledávek — platební schopnost podniku, likvidita a mobilita jsou určeny měrou trváním pohledávek a pohybem zásob. Ukazatel stanovuje dobu mezi prodejem výrobků či služeb a zaplacením faktury odběratelem (Landa 2008).

$$\text{doba obratu pohledávek} = \frac{\text{pohledávky}}{\text{průměrné denní tržby}} \quad (2.16)$$

Tento ukazatel hodnotí obchodně úvěrovou politiku podniku, která mimo jiné zahrnuje:

- výběr zákazníků,
- stanovení úvěrových limitů,
- stanovení lhůty splatnosti a motivace zákazníků k jejich dodržení,
- kontrolu a vyhodnocení pohledávek.

Za optimální dobu splatnosti pohledávek se považuje doba do 30 dnů, splatnost pohledávek nad 90 dnů bývá nežádoucí.

Doba obratu závazků — reálný aritmetický průměr z doby splatnosti závazků firmy poskytuje sice poměrně přesný obraz o platební morálce firmy, ale tento ukazatel může zkreslovat situaci např. tím, že firma včas splácí malé závazky a splatnost závazků ve velké výši odkládá. Tento údaj navíc není běžně k dispozici. Proto se pokoušíme platební morálku firmy vůči dodavatelům a likviditu firmy modelovat ukazatelem

$$\text{doba obratu závazků} = \frac{\text{závazky}}{\text{průměrné denní tržby}}, \quad (2.17)$$

který vyjadřuje počet dní, za které podnik splácí své obchodní závazky.

(Vzorce v tomto oddíle dle Sedláčka (2007, str. 61–63).)

2.6.3 Ukazatele zadluženosti

Ukazatele zadluženosti jsou založeny na poměru mezi cizími a vlastními zdroji podniku. Z těchto ukazatelů můžeme vyčíst, jak podnik využívá vlastní a cizí zdroje k financování svých potřeb. Podniky se přiklání k určité míře financování svých potřeb cizími zdroji jednak z toho důvodu, že tím mohou získat prostředky pro svou investiční činnost a také proto, že je pro ně výhodnější, než financování veškeré své činnosti vlastními zdroji. Úroky z úvěrů podniku zvyšují finanční náklady a tím ovlivňují základ daně. Pro věřitele a vlastníky podniku dávají tyto ukazatele informaci, do jaké míry je podnik zatížen cizími zdroji a zda je schopen plynule plnit své závazky.

Finanční páka — ukazuje míru krytí firemního majetku penězi vloženými vlastníky.

$$\text{finanční páka} = \frac{\text{aktiva}}{\text{vlastní kapitál}} \quad (2.18)$$

Princip finanční páky je založen na předpokladu, že cizí kapitál je levnější než kapitál vlastní. Přičemž porovnání výhod krytí aktiv z vlastního a cizího kapitálu posuzuje srovnání ROA a ROE.

Index finanční páky

$$\text{index finanční páky} = \frac{\text{ROE}}{\text{ROA}} \quad (2.19)$$

Podle předchozího principu by měl index finanční páky být větší než 1.

Poměr vlastního kapitálu a aktiv — angl. *equity ratio* je ukazuje jaká část financování podniku pochází od akcinářů. Je převrácenou hodnotou finanční páky. Je jedním z ukazatelů analýzy EVA.

$$W_e = \frac{\text{vlastní kapitál}}{\text{aktiva}} \quad (2.20)$$

Věřitelské riziko — nebo také celková zadluženost je poměr cizího kapitálu a aktiv. Ukazuje, jaká část financování podniku pochází z cizích zdrojů. Čím má ukazatel vyšší hodnotu, tím je podnik více zadlužen. Zadluženost by měla v čase postupně klesat (Dluhošová 2010).

Věřitelské riziko je doplňkem *equity ratio* do jedné.

$$W_d = \frac{\text{cizí zdroje}}{\text{aktiva}} \quad (2.21)$$

Cizí zdroje představují součet rozvahových položek dlouhodobých závazků a dlouhodobých bankovních úvěrů, krátkodobých závazků a rezervy.

Zadluženost vlastního kapitálu — představuje podíl cizích zdrojů na pasivech.

$$\text{zadluženost vlastního kapitálu} = \frac{\text{cizí zdroje}}{\text{vlastní kapitál}} \quad (2.22)$$

Pokud tento ukazatel přesahuje 1,5 je zadluženost podniku vysoká.

Finanční samostatnost — je převrácenou hodnotou zadluženosti vlastního kapitálu.

$$\text{finanční samostatnost} = \frac{\text{vlastní kapitál}}{\text{cizí zdroje}} \quad (2.23)$$

Úrokové krytí — je poměrový ukazatel, který udává, kolikrát jsou úroky z poskytnutých úvěrů kryty výsledkem hospodaření za dané účetní období. Běžně by část zisku vyprodukovaného cizími zdroji měla pokrýt náklady, které vznikly z vypůjčených zdrojů.

$$\text{úrokové krytí} = \frac{\text{EBIT}}{\text{nákladové úroky}} \quad (2.24)$$

Čím je vyšší hodnota tohoto ukazatele, tím je situace ve firmě lepší. Pokud je ukazatel roven hodnotě 1, pak vyprodukovaný zisk pokryje pouze náklady z úroků.

(Vzorce v tomto oddíle jsou uvedeny podle publikace Kašík a Franek (2015, str. 58–59).)

2.6.4 Ukazatele likvidity

Solventnost tzn. schopnost plnit své dluhy v plné výši a v termínu splatnosti je jedna z hlavních existenčních úloh podniku. Aby byl podnik solventní, je potřeba mít dostatek likvidních prostředků. Schopnosti majetku přeměnit se na peníze nazýváme likviditou. Čím rychlejší je přeměna, tím je majetek likvidnější.

Likviditu majetku vyjadřujeme třemi stupni,

1. nejlikvidnější aktivum jsou peníze v hotovosti nebo na bankovních účtech,
2. méně likvidní aktiva jsou krátkodobé pohledávky,
3. třetí stupeň likvidity mají zásoby, které potřebují delší dobu než jsou schopny být přeměněny na peníze.

Problémem ukazatelů likvidity je, že jsou statické v čase. Pokud je to možné, je vhodné je doplnit některými ukazateli odvozenými z cash flow.

Běžná likvidita — vyjadřuje, kolikrát pokrývají oběžná aktiva všechny krátkodobé

závazky podniku.

$$\text{běžná likvidita} = \frac{\text{oběžná aktiva}}{\text{krátkodobá pasiva}} \quad (2.25)$$

Běžná likvidita je měřítkem pro budoucí solventnost podniku. Hodnota ukazatele by zpravidla měla být vyšší než 1,5 (Dluhošová 2010).

Ukazatel běžné likvidity s sebou přináší některé problémy. Tím, že do tohoto ukazatele vstupují všechna oběžná aktiva, je potřeba se zaměřit na strukturu zásob a strukturu pohledávek. Pro některé druhy zásob, např. nadměrné zásoby či ležáky, může trvat dlouhou dobu, než jsou schopny se přeměnit na peníze. Problémem bývá také výše ocenění málo likvidních zásob, které lze často prodat jen hluboko pod cenou, za kterou byly pořízeny. Stejně tak pohledávky za zákazníky se mohou velmi lišit ať už podle doby splatnosti nebo nedobytnosti.

Pohotová likvidita — má v čitateli odstraněny zásoby a mezi pohledávky jsou počítány pouze krátkodobé pohledávky.

$$\text{pohotová likvidita} = \frac{\text{oběžná aktiva} - \text{zásoby}}{\text{krátkodobá pasiva}} \quad (2.26)$$

Hodnota ukazatele by měla být od 1 do 1,5.

V tomto ukazateli byly vynechány položky, které způsobují problémy u *běžné likvidity*. Pokud bude pohotová likvidita výrazně nižší, než ukazatel běžné likvidity, znamená to, že zásoby představují velkou část aktiv. Tento stav bývá běžný u obchodních podniků a podniků se sezónním prodejem, kde se předpokládá, že zásoby bude možné rychle přeměnit na hotovost. U výrobních podniků by tento stav mohl ukazovat na vážný problém.

Okamžitá likvidita — ukazuje schopnost podniku okamžitě platit své splatné dluhy. Do čitatele se dosazují peněžní prostředky v hotovosti, na bankovních účtech a krátkodobý finanční majetek.

$$\text{okamžitá likvidita} = \frac{\text{finanční majetek}}{\text{krátkodobá pasiva}} \quad (2.27)$$

Likvidita je zajištěna při hodnotě ukazatele v mezích 0,2–0,5. Pokud je tento ukazatel příliš vysoký, hospodaří podnik s finančními prostředky neefektivně, příliš nízký koeficient ukazuje na sníženou schopnost podniku splácet krátkodobé závazky.

(Vzorci v tomto oddíle jsou uvedeny podle publikací Kašík a Franek (2015, str. 59–60).) a Sedláček (2007, str. 66–67).

2.7 Bonitní a bankrotní modely

Bonitní a bankrotní modely představují systémy včasného varování pro rozpoznání příčin finanční nestability podniku. Vychází z hodnocení vývoje určitých faktorů, které zpravidla předcházejí úpadku podniku. K častým faktorům můžeme přiřadit problém s likviditou, výši čistého pracovního kapitálu či problémy s rentabilitou celkového vloženého kapitálu. Včasnou identifikací problémů a úpravou chování podniku lze předejít vážným problémům nebo bankrotu.

Problémem některých těchto modelů bývá, že byly vytvořeny v jiném ekonomickém prostředí, než ve kterém pracuje sledovaný podnik. Například ve světě obecně uznávané modely často vznikaly v rozvinutých a stabilních ekonomikách. Jejich vypovídací hodnota v prostředí České republiky může být tedy zkreslená. Ke zkreslené interpretaci výsledků těchto modelů někdy postačuje také doba, která uplynula od jejich vytvoření.

V českém prostředí by měly dávat nejlepší výsledky indexy IN vytvořené manžely Neumaierovými. V této práci pro srovnání uvádíme i ve světě uznávaný index, Altmanův bankrotní model.

2.7.1 Altmanův bankrotní model

Altmanův bankrotní model vznikl původně v roce 1968 v USA a později byl několikrát upraven. Hodnotí finanční zdraví podniku pomocí součtu pěti poměrových ukazatelů, ke kterým je přiřazena různá váha. Pro společnost s ručením omezeným a v situaci české ekonomiky obecně se používá modifikovaná varianta Altmanova modelu z roku 1977

ve tvaru:

$$Z = 0,717 \cdot X_1 + 0,847 \cdot X_2 + 3,107 \cdot X_3 + 0,42 \cdot X_4 + 0,998 \cdot X_5 \quad (2.28)$$

viz Peterson a Fabozzi (2006).

Jednotlivé faktory v modelu jsou zvoleny následovně,

X_1 = (oběžná aktiva – krátkodobé závazky) / celková aktiva,

X_2 = nerozdělený zisk / celková aktiva,

X_3 = zisk před zdaněním a úroky / celková aktiva,

X_4 = účetní hodnota vlastního kapitálu / (dlouhodobé závazky + krátkod. závazky + bankovní úvěry),

X_5 = tržby / celková aktiva.

Pro vyhodnocení Altmanova modelu jsou stanoveny hranice:

- $Z > 2,9$ — podnik je v dobré finanční situaci,
- $1,2 < Z < 2,9$ — tzv. šedá zóna nevyhraněných výsledků,
- $Z < 1,2$ — podniku hrozí bankrot.

Podnik v dobré finanční situaci podle Altmanova modelu, by měl nejméně další dva roky přežít, přičemž pravděpodobnost přežití následujícího roku je 90 %.

Altmanův index má několik variant, např. pro nevýrobní podniky (služby, internetové firmy a pod.) je uvedený index příliš vysoký a používá se modifikovaná varianta, která neobsahuje koeficient X_4 .

2.7.2 Index IN05

Indexy speciálně navržené pro český trh stanovili manželé Neumaierovi. Tyto indexy IN jsou vhodné pro málo likvidní kapitálový trh. Index IN05 vznikl úpravou původního indexu IN01. Tento index byl vytvořen diskriminační analýzou situace středních a velkých firem v ČR, proto se zpravidla nehodí k posuzování malých firem (Neumaierová

a Neumaier 2011).

$$IN05 = 0,13A + 0,04B + 3,97C + 0,21D + 0,09E \quad (2.29)$$

A = celková aktiva / cizí zdroje

B = EBIT / nákladové úroky

C = EBIT / celková aktiva

D = tržby / celková aktiva

E = oběžná aktiva / (krátkodobé závazky + krátkodobé bankovní úvěry a výpomoci)

V případě, že nákladové úroky jsou rovny nule nebo jsou velmi malé, doporučuje se u indexu IN05 volit koeficient $B = 9$.

Vyhodnocení indexu IN05:

- $1,6 < IN05$ — podniku nehrozí finanční bankrot,
- $0,9 < IN05 < 1,6$ — šedá, nerozlišitelná zóna,
- $IN05 \leq 0,9$ — podnik je v ohrožení.

Podle autorů platí, že

- Firmy v dobré kondici mají 92 % pravděpodobnost, že nezkrachují a 95 % pravděpodobnost, že budou vytvářet zisk.
- Firmy v šedé zóně mají 50 % šanci, že zkrachují, ale také 70 % šanci, že budou vytvářet zisk.
- Firmy v ohrožení mají 97 % pravděpodobnost bankrotu a 76 % pravděpodobnost, že nebudou vytvářet žádný zisk.

2.8 Finanční plán

Finanční plán je součástí podnikového plánování, které vychází z dlouhodobé vize podniku. Měl by odrážet podnikovou strategii. Je zpracováván v rámci běžného řízení podniku. Podnikové plánování je tvořeno soustavou plánů, mezi které náleží plánování provozního hospodářského výsledku, plánování rozvahy, plánování peněžních toků.

Finanční plán se skládá z hlavních finančních výkazů:

- rozvaha,
- výsledovka,
- výkaz peněžních toků (Mařík 2011).

Dále Mařík (2011) uvádí potřebu prognózovat hlavní položky, mezi které patří:

- tržby z prodeje stěžejních produktů firmy,
- provozní zisk,
- plánovaná výše zásob, pohledávek a závazků,
- plánované investice do dlouhodobého majetku.

Sestavení finančního plánu sebou váže i prognózování méně významných nákladových a výnosových položek nesouvisejících s hlavním provozem podniku, avšak pravidelně se opakujících.

Prognózy finančního plánu by měly být prováděny za pomoci statistických metod, např. pomocí analýzy časových řad a metodami lineární regrese.

2.9 Metody oceňování podniku

K oceňování podniku je možné použít několik metod. Základní oceňovací metody jsou dle Maříka 2011 rozděleny na tři okruhy, a to výnosové, majetkové a tržní.

Výnosové metody:

- metoda diskontovaných peněžních toků (DCF),
- metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA),
- metoda kapitalizovaných čistých výnosů,
- kombinované metody – kombinace výnosového ocenění a majetkového ocenění.

Majetkové metody

- účetní hodnota,
- likvidační hodnota,
- substanční hodnoty.

Tržní metody

- přímé ocenění na základě dat kapitálového trhu,
- ocenění metodou tržního porovnání.

Výběr vhodné metody záleží na účelu, ke kterému je chce podnik použít.

2.9.1 Metoda diskontovaných peněžních toků (DCF)

Jedná se o nejpoužívanější výnosovou metodu. Metoda vychází z toho, že hodnota statku je dána očekávaným výnosem pro vlastníka, kde se v tomto případě jedná o budoucí peněžní toky.

Pro ocenění podniku se často používají modely volných peněžních toků. Tyto modely odvozují hodnotu aktiv od současné hodnoty budoucích peněžních toků. Modely volných peněžních toků podléhají jistým zjednodušujícím předpokladům (Kislingerová 2001)

- kapitálové trhy jsou efektivní,
- kapitálová struktura podniku je tvořena jen vlastním jměním a dluhem,
- existuje pouze daň z příjmů,
- podnik trvale investuje do výše odpisů.

Základní rozdělení těchto modelů je z pohledu peněžních toků na modely s volným peněžním tokem pro

- vlastníky, FCFE (free cash flow to the equity),
- vlastníky a věřitele, FCFF (free cash flow to the firm).

Pro výpočet FCFF – volných peněžních toků pro vlastníky a věřitele, tj. veškeré peněžní toky, které vznikly z provozních aktiv, používáme následující vzorec (Mařík 2018)

$$\text{FCFF} = \text{NOPAT} + \text{odpisy} + \Delta\text{ČPK} - \text{investice} + \text{úroky} (1 - t), \quad (2.30)$$

kde NOPAT je čistý provozní zisk po zdanění a ČPK je čistý pracovní kapitál.

Pro FCFF je charakteristické, že

- představuje provozní toky výhradně z provozních prostředků,
- předpokládá financování výhradně vlastním kapitálem,

- vliv kapitálové struktury promítá WACC,
- jeho výsledkem je ocenění firmy.

Podnik, poté co zajistí další fungování a rozvoj podniku do budoucna, bude z výsledné hodnoty FCFF uspokojovat nároky akcionářů a věřitelů.

Praktický výpočet volného peněžního toku

Pro potřeby oceňování je nutné určit, kolik peněz lze podniku odčerpat, aniž by byl narušen jeho vývoj. Proto doporučuje Mařík (2011) upravit vzorec pro výpočet FCFF (2.30) na tvar

$$\begin{aligned}
 \text{FCFF} = & \\
 & \text{KPVH} \\
 & - \text{daň} \\
 & + \text{úpravy hodnot} \\
 & - \text{Investice do provozně nutného dlouhodobého majetku} \\
 & - \text{Investice do provozně nutného pracovního kapitálu,}
 \end{aligned}
 \tag{2.31}$$

kde KPVH je korigovaný provozní výsledek hospodaření. KPVH a investice do dlouhodobého majetku a provozně nutného pracovního kapitálu jsou hodnoty založené na pojmech NOPAT a čistý pracovní kapitál, jen jsou očištěny o provozně nepotřebné položky, čemuž se budeme věnovat dále.

Korigovaný provozní výsledek hospodaření pro FCFF

Za **NOPAT** — **čistý provozní zisk po zdanění** (ang. Net Operating Profit After Taxes) lze ve zjednodušené formě uvažovat EBIT snížený o daň z příjmů (Kislingerová 2001)

$$\text{NOPAT} = \text{EBIT} \cdot (1 - T), \tag{2.32}$$

kde T je sazba daně z příjmů právnických osob.

Mařík (2011) však doporučuje NOPAT vypočítat přesněji. Za základ NOPAT považuje provozní výsledek hospodaření, který je dále navýšen o

- finanční výnosy z majetku zahrnutého do NOA,
- provozní náklady na neoperační majetek,
- odpisy goodwillu,
- původní náklady s investičním charakterem,
- leasingové platby, případně změnu časového rozlišení,
- původní účetní odpisy z odkupní ceny po skončení leasingu,
- neobvyklé ztráty,

a snížený o

- provozní výnosy z neoperačního majetku,
- odpisy nehmotného majetku s investičním charakterem,
- nově kalkulované odpisy majetku pronajatého na leasing,
- neobvyklé ztráty.

Dále doporučuje třeba eliminovat tvorbu a rozpouštění nákladových rezerv a následně ještě upravit daně na úroveň NOPAT.

Před odečtením daní tuto upravenou hodnotu Mařík (2011) nazývá
korigovaný provozní výsledek hospodaření (KPVH)

$$\begin{aligned} \text{KPVH} = & \\ & \text{tržby} \\ & + \text{tržby za prodej zboží} \\ & - \text{výkonová spotřeba} \\ & - \text{aktivace} \\ & - \text{osobní náklady} \\ & - \text{úpravy hodnot} \\ & - \text{ostatní provozní náklady} \\ & - \text{ostatní provozní výnosy} \end{aligned} \quad (2.33)$$

a po odečtení daní jej značí jako *KPVH po dani*.

Investice pro FCFF

Mařík (2011) považuje za nutné rozdělit majetek na provozně potřebný a provozně nepotřebný. Na rozdíl od běžného pojetí *Čistého pracovního kapitálu*

$$\text{ČPK} = \text{Oběžná aktiva} - \text{Krátkodobé závazky a úvěry} \quad (2.34)$$

je podle Maříka potřebné pracovní kapitál zvýšit o časové rozlišení aktiv a snížit o časové rozlišení pasiv. Ke krátkodobým závazkům doporučuje přidat všechny dluhy, u kterých se nedají zjistit náklady.

Z aktiv se neberou do úvahy položky provozně nepotřebné. Jako formuli pro výpočet provozně nutného upraveného pracovního kapitálu lze tedy použít následující vzorec.

$$\begin{aligned} \text{Provozně nutný upravený pracovní kapitál} = & \\ & \text{zásoby} \\ & + \text{pohledávky} \\ & + \text{krátkodobý finanční majetek} \\ & + \text{časové rozlišení aktiva} \\ & - \text{krátkodobé závazky} \\ & - \text{časové rozlišení pasiva} \end{aligned} \quad (2.35)$$

Investice do provozně nutného pracovního kapitálu vypočteme jako meziroční nárůst této položky zvýšený o odpisy.

$$\begin{aligned} \text{Investice do provozně nutného pracovního kapitálu} = & \\ & \Delta \text{ Investovaný kapitál provozně nutný} \\ & + \text{úpravy hodnot} \end{aligned} \quad (2.36)$$

Provozně nutný investovaný kapitál je možné spočítat jako součet provozně nutného pracovního kapitálu a provozně nutných dlouhodobých aktiv.

Investice do provozně nutného investovaného kapitálu vypočteme jako meziroční nárůst této položky zvýšený o odpisy.

$$\begin{aligned} \text{Investice do provozně nutného dlouhodobého majetku} = \\ \Delta \text{ dlouhodobý majetek} \\ + \text{úpravy hodnot} \end{aligned} \quad (2.37)$$

Dvoufázová metoda ocenění

Dvoufázová metoda ocenění podniku pomocí DCF je založena na úvaze, že jsme schopni

- v první fázi vypracovat prognózu volného peněžního toku v několika letech,
- ve druhé fázi odhadujeme pokračovací hodnotu podniku.

Obvyklá délka prognózovaného období (n), pro které by se výpočet měl provádět, je 4-6 let (Dluhošová 2010).

Hodnotu podniku v první fázi určíme podle vzorce (Kislingerová 2001)

$$\text{Hodnota podniku v první fázi} = \sum_{t=1}^n \frac{\text{FCFF}_t}{(1 + \text{WACC})^t} \cdot \quad (2.38)$$

Diskontní míra v tomto vzorci je odvozená z váženého průměru nákladů na kapitál. Tato diskontní míra ukazuje na skutečnost, že peněžní tok je určen vlastníkům i věřitelům.

Peněžní toky z první fáze se diskontováním převádějí na současnou hodnotu, tj. na hodnotu k datu ocenění.

$$\text{Diskontovaný FCF} = \frac{\text{FCFF}_t}{(1 + \text{WACC})^t} \quad (2.39)$$

Dvoufázový propočet modelu přidává k hodnotě podniku v první fázi také odhad hodnoty podniku v pokračovací fázi, tedy výpočet hodnoty podniku do neurčité budoucnosti.

$$\text{Celková hodnota podniku} = \sum_{t=1}^n \frac{\text{FCFF}_t}{(1 + \text{WACC})^t} + \frac{\text{Pokračující hodnota}}{(1 + \text{WACC})^n}, \quad (2.40)$$

kde n je délka první fáze sledování.

Pokračující hodnota se obvykle odhaduje *Gordonovým* vzorcem (Kislingerová 2001).

$$\text{Pokračující hodnota} = \frac{\text{FCFF}_t(1 + g)}{\text{WACC}_t - g}, \quad (2.41)$$

kde g je odhad tempa růstu v pokračovací fázi.

Vážený průměr nákladů na kapitál

Pro metodu DCF entitu se diskontní míra stanoví jako vážený průměr nákladů na kapitál — Weighted Average Cost of Capital (WACC). Náklady kapitálu odrážejí příjmy, které očekávají investoři z investic do podniku. Mařík (2018) zdůrazňuje, že nejde primárně o skutečné příjmy, ale o náklady za ušlou příležitost.

Náklady na cizí kapitál — úrokové sazby pro firemní úvěry. Tyto úrokové sazby je obtížné zjistit z veřejně dostupných zdrojů, proto bývají odhadnuty hodnotou

$$r_d = \frac{\text{nákladové úroky}}{\text{bankovní úvěry}} \quad (2.42)$$

Náklady na vlastní kapitál — hypotetická úroková sazba vlastního kapitálu. Určení nákladů na vlastní kapitál je velmi obtížný úkol. Odhad těchto nákladů je možný metodou CAPM — *Capital Assets Pricing Model* (Scholleová 2009, str. 147). Tento model se opírá o vzorec

$$r_e = r_f + \beta(r_m - r_f), \quad (2.43)$$

kde

- r_f je bezriziková úroková míra,
- β je parametr rizika,
- rozdíl $(r_m - r_f)$ je požadovaná premie za riziko trhu.

WACC — vážený průměr nákladů kapitálu. Pokud označíme sazbu daně z příjmů právnických osob jako T , potom můžeme WACC vyjádřit vzorcem, ve kterém náklady

na vlastní kapitál r_e a náklady na cizí kapitál r_d vyvažujeme pomocí equity ratio W_e a věřitelského rizika W_d .

$$WACC = r_e W_e + (1 - T) r_d W_d . \quad (2.44)$$

Další možností jak určit hodnotu WACC je stavebnicový model.

Stavebnicový model určení WACC — Pro některé typy podniků je WACC podle předchozího vzorce obtížně určit. Na ministerstvu průmyslu a obchodu proto byl vytvořen tzv. *ratingový* nebo *stavebnicový model* odhadu WACC. Tento model včetně všech vzorců je podrobně popsán v publikacích (Scholleová 2009) a (Ministerstvo průmyslu a obchodu 2019).

Za předpokladu, že

- náklady na cizí kapitál jsou odhadnuty podle vzorce (2.42),
- tržní hodnota cizího kapitálu je odhadnuta pomocí účetní hodnoty,
- předpokládá se nezávislost WACC na kapitálové struktuře,
- je zohledněn skutečný vliv zdanění, tj. zdanění je posouzeno jako podíl čistého zisku a zisku po zdanění,
- EBIT je odhadnut provozním výsledkem hospodaření,

je možné WACC odhadnout vzorcem

$$WACC = \frac{r_e \frac{VK}{A} + \frac{CZ}{Z} UM \left(\frac{UZ}{A} - \frac{VK}{A} \right)}{\frac{UZ}{A}} , \quad (2.45)$$

kde označujeme

- A — aktiva,
- VK — vlastní kapitál,
- Z — zisk před zdaněním,
- CZ — čistý zisk,
- UZ — úplatné zdroje (vlastní kapitál, dlouhodobé a krátkodobé závazky),
- UM — úroková míra (pokud úroková míra není známá, odhaduje se koeficientem $r_d = \text{úroky} / \text{cizí zdroje}$),

Vážené náklady na kapitál je možné rozložit na bezrizikovou úrokovou sazbu a rizikové přirážky.

$$WACC = r_f + r_{LA} + r_{PS} + r_{FinStab}, \quad (2.46)$$

kde máme

- r_f — bezrizikovou úrokovou sazbu,
- r_{LA} — přirážku za malou velikost firmy,
- r_{PS} — přirážku za možnou malou podnikatelskou stabilitu,
- $r_{FinStab}$ — přirážku za možnou malou finanční stabilitu,
- $r_{FinStru}$ — přirážku za finanční strukturu.

Přirážka za velikost firmy — se odvíjí od úplatných zdrojů firmy (UZ v mld. CZK).

$$r_{LA} = \begin{cases} 0,05 & \text{pokud } UZ \leq 0,1 \\ \frac{(3 - UZ)^2}{168,2} & \text{pokud } 0,1 < UZ < 3 \\ 0 & \text{pokud } 3 \leq UZ \end{cases} \quad (2.47)$$

Přirážka za podnikatelskou stabilitu je závislá na ukazateli produkční síly $ROA = EBIT/A$.

Položme

$$X1 = \frac{UM \cdot UZ}{A}.$$

$$r_{PS} = \begin{cases} 0,1 & \text{pokud } \frac{EBIT}{A} < 0 \\ \frac{1}{10} \left(\frac{UM \cdot UZ - EBIT}{UM \cdot UZ} \right)^2 & \text{pokud } 0 < \frac{EBIT}{A} < X1 \\ 0 & \text{pokud } X1 \leq \frac{EBIT}{A} \end{cases} \quad (2.48)$$

Přirážka za finanční stabilitu se opírá o běžnou likviditu (L) a koeficienty XL1 a XL2 zohledňující likviditu v oboru (v našem případě NACE-29.3)

$$r_{FinStab} = \begin{cases} 0,1 & \text{pokud } L \leq XL1 \\ \frac{1}{10} \left(\frac{XL2 - L}{XL2 - XL1} \right)^2 & \text{pokud } XL1 < L < XL2 \\ 0 & \text{pokud } XL2 \leq L \end{cases} \quad (2.49)$$

V tomto modelu jsou alternativní náklady na vlastní kapitál odhadnuty hodnotou

$$r_e = r_f + r_{LA} + r_{PS} + r_{FinStab} + r_{FinStru} \quad (2.50)$$

a lze je také vyjádřit ze vzorce (2.46)

$$r_e = \frac{WACC \frac{UZ}{A} - \frac{CZ}{Z} UM \left(\frac{UZ}{A} - \frac{VK}{A} \right)}{\frac{VK}{A}}. \quad (2.51)$$

Přirážka za finanční strukturu je potom rozdílem alternativních nákladů na vlastní kapitál a WACC

$$r_{FinStru} = r_e - WACC. \quad (2.52)$$

Tato metoda se však hodí převážně pro malé a střední podniky (Scholleová 2009, str. 152) a navíc za předpokladu, že podnik nemá cizí úročený kapitál, tedy že podnik je financován převážně z vlastních zdrojů (Ministerstvo průmyslu a obchodu 2019).

2.9.2 Metoda ukazatele ekonomické přidané hodnoty (EVA)

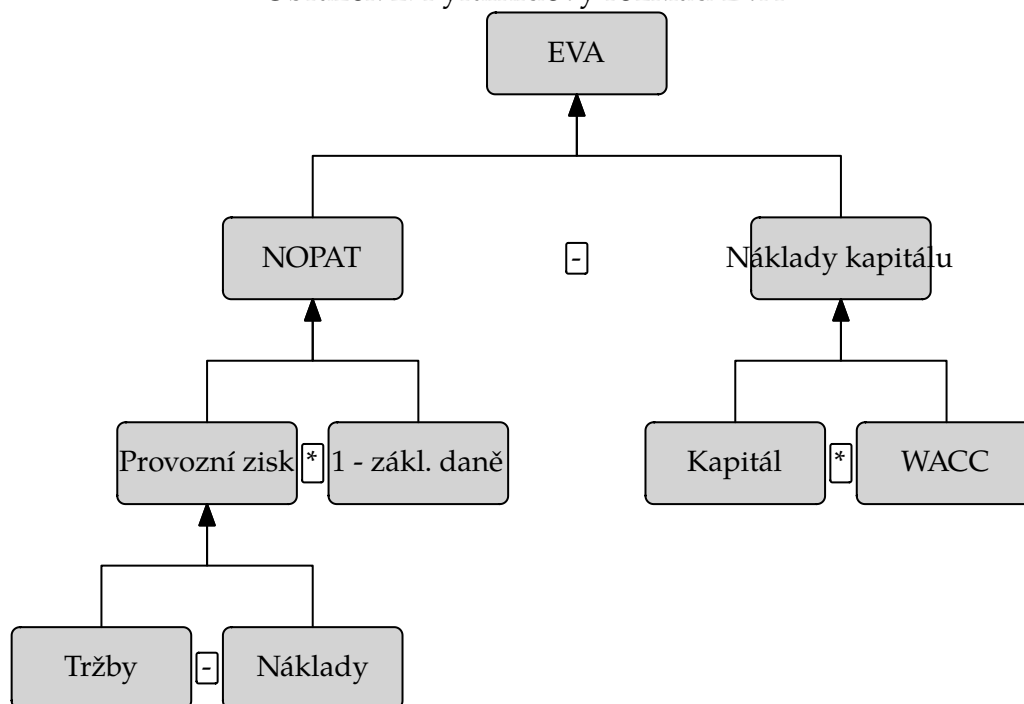
Ukazatel EVA (Economics Value Added) je *absolutní* ukazatel vytvořený konzultační firmou Stern a Stewart Management Services v 90. letech minulého století. EVA měří takzvaný reziduální zisk, tedy rozdíl mezi operačním ziskem a náklady na výnosnost kapitálu. Zjednodušeně vyčísluje jakou hodnotu podnik vlastníkům přináší. Protože různí investoři mají různá očekávání, je nutné náklady na kapitál vyhodnotit pomocí váženého průměru nákladů na kapitál.

Výpočet koeficientu EVA se obvykle provádí pomocí jedné z ekvivalentních formulí. Používá se buďto formule *nákladů na kapitál* (Capital Charge) viz Scholleová (2009, str. 96)

$$EVA_t = NOPAT_t - WACC \cdot NOA_{t-1} \quad (2.53)$$

Výpočet hodnoty EVA podle této formule je prezentován na obrázku 2.

Obrázek 2: Pyramidový rozklad EVA



Zdroj: Vlastní zpracování podle Kislingerová (2001)

Pro vyjádření hodnoty EVA se často používá formule *hodnotového rozpětí* (Value Spread) viz Mařík (2011, str. 285)

$$EVA_t = \left(\frac{NOPAT_t}{NOA_{t-1}} - WACC \right) NOA_{t-1}, \quad (2.54)$$

kde máme

- NOA_{t-1} — čistá operační aktiva,
- $NOPAT_t$ — zisk z hlavního provozu po zdanění,
- WACC — vážený průměr nákladů kapitálu.

Jako další alternativa se využívá formule

$$EVA = (ROE - r_e) \cdot \text{vlastní kapitál} \quad (2.55)$$

(Ministerstvo průmyslu a obchodu 2019).

Interpretace EVA

Pokud je EVA větší než 0, podnik přináší akcionářům hodnotu. Mnohem důležitější než absolutní hodnota koeficientu EVA bývá jeho změna. Tj. pokud se očekává nárůst tohoto koeficientu, je to pro vlastníky dobrý signál. Pokud EVA klesá a pokles se dále očekává, je to pro vlastníky varování.

Ve formuli (2.54) je zlomek NOPAT/NOA možno položit roven ukazateli ROA. V této formuli tedy *hodnotové rozpětí* popisuje rozdíl mezi ukazatelem zisku a ukazatelem nákladů,

$$\text{Spread} = \text{ROA} - \text{WACC} . \quad (2.56)$$

Spread by tedy měl být kladný a v čase rostoucí (Mařík 2011).

Dvoufázové ocenění podniku pomocí EVA entity

Pokud se pomocí EVA určuje celková hodnota podniku, je výpočet rozdělen na dvě fáze. V první fázi se určí hodnota podniku jako

$$\text{Hodnota v první fázi} = \text{NOA}_0 + \sum_{t=1}^n \frac{\text{EVA}_t}{(1 + \text{WACC}_t)^t} , \quad (2.57)$$

kde n je počet let první fáze ocenění a NOA_0 je hodnota čistých operačních aktiv k datu ocenění.

V pokračovací fázi je hodnota podniku odhadnuta podle vzorce

$$\text{Hodnota v druhé fázi} = \frac{\text{EVA}_{t+1}}{(\text{WACC}_n - g)(1 + \text{WACC}_n)^n} , \quad (2.58)$$

kde g je předpokládaný koeficient růstu (Mařík 2018).

Srovnání ocenění podniku pomocí DCF a EVA

Mařík (2011) ukazuje, že ocenění podniku metodou EVA entity a DCF entity dávají stejný výsledek pokud jsou splněny následující předpoklady

- v rámci obou metod jsou použity stejné průměrné vážené náklady kapitálu,
- v obou metodách je použita stejná metoda k určení provozního zisku,
- obě metody používají stejnou hodnotu investovaného provozně nutného kapitálu.

Metoda ekonomické přidané hodnoty má oproti DCF výhodu, že vyjadřuje hodnotu kapitálu v jednotlivých letech.

Analýza citlivosti

Abychom vyloučili možnost nesprávného ocenění vlivem nevhodně zvolených vstupních parametrů, je vhodné analyzovat vliv těchto parametrů na celkový výsledek ocenění (Scholleová 2009). Obvykle se sleduje vliv změny jednoho faktoru, při zachování velikosti ostatních odhadovaných parametrů.

Nejčastěji se sledují relativní změny výsledné veličiny v závislosti na změnách faktoru.

Pro každý faktor můžeme určit tzv. mezní bod, tj. hranici pro daný faktor při jejímž překročení nabude sledovaná veličina kritickou hodnotu.

2.9.3 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů

Při ocenění metodou kapitalizovaných čistých výnosů můžeme postupovat dvěma způsoby (Mařík 2011)

- výnos podniku určit na základě peněžních toků,
- výnos podniku určit na základě upravených výsledků hospodaření.

Druhá metoda je výhodnější pokud nejsme schopni přesně a dlouhodobě plánovat investice. Jedná se o metodu, která pracuje s čistými výnosy pro vlastníky. Tato metoda vychází z disponibilního zisku, který zbude k rozdělení. Oblíbenost této metody je, že vychází z historických dat, která jsou získána z údajů z rozvahy a výkazu zisku a ztráty za období 3-5 let (Dluhošová 2010).

Prvním krokem pro výpočet je analýza a přepočítání zisku, upraveného o mimořádné výnosy a mimořádné náklady, které nemají trvalý charakter. Kontrola zaúčtování nákladů

a výnosů do období, ke kterému se věčně i časově vztahují (Mařík 2011)

$$T\check{C}Z = \frac{\sum_{t=1}^n v_t \cdot \check{C}Z_t}{\sum_{t=1}^n v_t}, \quad (2.59)$$

kde

- $T\check{C}Z$ je trvale odnímatelný čistý zisk
- v_t je váhy přiřazené k jednotlivým obdobím
- n je celkový počet zahrnutých let
- $\check{C}Z_t$ je čistý zisk v minulých letech (Kašík, 2015)

Čistý zisk z minulých let se počítá upravený o inflaci, tedy v cenách k datu ocenění.

Výnosová hodnota podniku je potom vypočtena jako podíl trvale odnímatelného čistého zisku a úrokové míry

$$H = \frac{T\check{C}V}{i_k}. \quad (2.60)$$

Kalulovanou úrokovou mírou i_k jsou náklady na vlastní kapitál vypočtené metodou CAPM zmenšené o inflaci (Mařík 2011).

2.10 Metody ocenění založené na analýze majetku

2.10.1 Metoda účetní hodnoty

Při stanovení metody účetní hodnoty se při výpočtu vychází z historických cen, za které byl majetek pořízen. Potřebná data jsou zjišťována z účetních výkazů podniku, z rozvahy. Nevýhodou této metody je nízká vypovídací schopnost a to zejména oceněním majetku, který je oceněn historickými cenami, které nepředstavují reálnou hodnotu ke dni ocenění. Podstatou této metody je dosažení hodnoty vlastního kapitálu na základě součtu ocenění hmotného majetku a oběžného majetku ponížených o hodnotu dluhů a závazků.

$$V = A - D, \quad (2.61)$$

kde

- V je účetní hodnota podniku,
- A je účetní hodnota aktiv a
- D je účetní hodnota celkových dluhů

(Kašík a Franek 2015).

Tato metoda se používá jaké doplňková metoda pro oceňovatele, která podává výchozí informaci o stavu podniku. (Mařík, 2011)

3 Charakteristika vybrané oceňované společnosti

3.1 Představení společnosti

V této kapitole bude charakterizována a analyzována vybraná společnost za pomoci nástrojů a analýz uvedených v teoretické části diplomové práce. Podává základní informace o podniku, jeho podnikatelských činnostech a informuje také o důležitých historických milnících vývoje podniku.

Základní informace a vstupní data byla čerpána z veřejně dostupných dat jednotlivých účetních výkazů společnosti a webových stránek společnosti. Účelem ocenění tohoto podniku je stanovení hodnoty podniku k datu 1. 1. 2020.



Obrázek 3: Areál firmy Kromadora Weels s.r.o

Zdroj: [www stránky firmy Kromadora Weels s.r.o](http://www.kromadora-weels.cz)

Společnost Kromadora Weels s.r.o. je zapsána v obchodním rejstříku 27.září 2006 jako společnost s ručením omezeným. Sídlo společnosti je ulice Průmyslová 369, 742 51 Mošnov. Společnost Kromadora Weels s.r.o. je dceřinou společností italské firmy Cromadora

Weels S.p.A. se sídlem v Ghedi (Brescia). Historie mateřské firmy sahá do roku 1928 a výroba hliníkových kol byla započata v roce 1969. Česká pobočka založená dne 27. září 2006 byla postavena na „zelené louce“ v průmyslové zóně Ostrava-Mošnov (viz obr. 3). Výstavba sídla pobočky byla zahájena v červnu 2007 a dokončena v polovině roku 2008, zkušební provoz výroby hliníkových kol byl zahájen 1. září stejného roku. V roce 2013 společnost zahájila rozšíření závodu navýšením výrobních kapacit z 1,3 mil. kol ročně na 1,7 mil. kol ročně, který úspěšně ukončila v roce 2015. Na toto navýšení kapacit navázala společnost dalším navýšením kapacit z 1,7 mil. kol ročně na 2,0 mil. kol ročně, který úspěšně ukončila v roce 2016. V roce 2018 společnost vyrobila 2,4 mil kol. V rámci evropské produkce hliníkových kol je to přibližně 10%.

3.2 Činnost podniku



Obrázek 4: Ukázka produkce firmy Kromadora Weels s.r.o., výrobky určené pro BMW, Škoda, VW a Fiat

Zdroj: [www stránky firmy Kromadora Weels s.r.o](http://www.stranky.firmy.kromadora-weels.s.r.o)

Výrobní technologie se zaměřuje na hliníková kola pro osobní automobily evropských značek s vysokým podílem robotizace. To napomáhá k neustálému zlepšování kvality výroby, jakož i konečného produktu a zároveň ke snižování nákladů firmy. Strategií společnosti je maximální uspokojení potřeb zákazníka se zaměřením na vysokou flexibilitu a jakost dodávaných výrobků. Finálním produktem výroby je hliníkové kolo (odlité

technologií nízkotlakého lití nebo vyrobené technologií flow forming, poté obrobené na CNC strojích a nalakované třemi vrstvami barvy – základní prášková barva, metalická barva a bezbarvý lak). Určité procento hliníkových kol (tzv. pohledově obráběná kola) prochází ještě dalšími 2 fázemi výroby – pohledovým obrobením na CNC strojích a dalším lakováním průhledným práškem. Hliníková kola jsou dodávána přímo na výrobní linky finálních výrobců automobilů (viz obr. 4).

4 Aplikace konkrétních oceňovacích metod na vybranou společnost

4.1 Strategická analýza

V dalším kroku této diplomové práce byla provedena strategická analýza. Nejdříve byla pozornost zaměřena na externí analýzu. Na podnik velmi intenzivně působí jeho okolí, které v rámci externí analýzy bylo zpracováno z pohledu makroprostředí, kde byla použita PESTLE analýza a z pohledu mikroprostředí, kde byla použita Porterova analýza pěti konkurenčních sil. Po té následovala analýza vnitřního prostředí pomocí finanční analýzy.

4.1.1 PESTLE analýza

Faktory makroprostředí, které působí na firmu zvnějšku, nemůže podnik sám ovlivnit, může je jen akceptovat a aktivně se na ně připravit. V této práci jsou zpracovány základní faktory, politicko-právní, ekonomické, demografické, technologické, legislativní a ekologické.

Politicko-legislativní faktory

Firmy podnikající na území České republiky podléhají zákonům, vyhláškám, nařízením vlády a jiným právním normám této země, kterými se musí řídit a respektovat je. Mezi obvyklé právní předpisy, kterými se musí daná firma řídit a pozitivně či negativně ovlivňuje samostatné podnikání, patří

- Zákon č. 89/2012 Sb., nový občanský zákoník,
- Zákon č. 90/2012 Sb, o obchodních korporacích,
- Zákon č. 586/1992 Sb., o daních z příjmů,
- Zákon č. 235/2004 Sb., o dani z přidané hodnoty,

- Zákon č. 563/1991 Sb., o účetnictví,
- Zákon č. 280/2009 Sb., daňový řád,
- Zákoník práce č. 262/2006 Sb.,
- Zákon č. 16/1993 Sb., silniční daň,
- Zákon č. 185/2001 Sb., o odpadech a o změně některých dalších zákonů,
- Zákon č. 210/2019 Sb, o investičních pobídkách.

Velmi podrobně se podnik zabýval studiem změn zákona o odpadech, které nastaly v prosinci 2019, který klade vysoký důraz na životní prostředí. Zákon zpřísňuje pravidla o recyklaci a třídění komunálního odpadu a hospodaření s odpadními vodami, což povede ke zvýšení nákladů.

Podniku se úzce dotýkají závazné dohody mezi členy států Evropské unie. Od 25.5.2018 vzešlo v platnost nařízení o ochraně osobních údajů v evropském prostoru, GDPR, který stanoví přísná pravidla pro nakládání osobních údajů zaměstnanců či uchazečů o práci ve firmě.

Podnik nakupuje materiál a prodává výrobky nejen v České republice, ale i do států Evropské unie či třetích zemí. Od 1. 1. 2020 vstoupila v platnost nová pravidla Incoterms 2020, která upravují dodací podmínky prodávajícího a kupujícího v mezinárodním obchodu.

Firma využívá, pro svůj rozvoj a realizaci projektů, investičních pobídek ve formě daňových úlev. Kladně přistupuje k novele zákona o investičních pobídkách, která začala platit v 6. září 2019, kdy i malé změny ulehčí od složitých administrativních podmínek.

V neposlední řadě firma sleduje změny o výši minimální mzdy, která se od roku 2020 navyšuje na částku 14 600Kč měsíčně nebo 87,30 Kč za hodinu. S tímto souvisí i zvýšení odvodů zdravotního a sociálního pojištění.

Ekonomické faktory

Mezi makroekonomické ukazatelé, které větší či menší měrou ovlivňují vnější okolí firmy, patří hrubý domácí produkt (HDP), míra inflace, úrokové sazby, nezaměstnanost a vývoj mezd.

Hrubý domácí produkt vyjadřuje hodnotu statků a služeb nově vytvořených na daném území. V letech 2015 a 2017 vzrostl HDP meziročně o více než 4,3%. Nižší meziroční nárůst zaznamenal v roce 2016 o 2,3%, v roce 2018 o 2,8%. Pozitivní vývoj zaznamenala většina odvětví tuzemské ekonomiky. V odvětví automobilového průmyslu se však dynamika růstu velmi zpomalila (tab. 19, Příloha 3 a 20, Příloha 3).

Odhad růstu HDP pro rok 2019 se předpokládá meziročně o 2,4%. Předpokládá se, že automobilový a zpracovatelský průmysl přestane přispívat k růstu HDP.

Inflace neboli kupní síla peněz vyjádřená přírůstkem průměrného ročního indexu spotřebitelských cen vyjadřuje procentní změnu průměrné cenové hladiny za 12 posledních měsíců proti průměru dvanácti předchozích měsíců. V roce 2015 byla meziroční míra inflace 0,3% a meziročně narůstala až k jejímu maximu k 1. 1. 2020 na 3,6%. Růst cen způsobuje hlavně růst cen potravin a energií a služeb. To se nepříznivě promítne do kupní síly odběratelů a spotřebitelů, kdy se může očekávat zpomalení růstu ekonomiky. Vzhledem k portfoliu výrobků luxusní třídy by mohlo výrazné zvýšení inflace znamenat pro podnik veliký problém.

Česká republika patří k zemím v Evropské unii s nejnižší mírou nezaměstnanosti. V roce 2015 byla nezaměstnanost v ČR na úrovni 7,7% a zaznamenává klesající vývoj do roku 2019, kdy byla nezaměstnanost na úrovni 2,9%. Pro rok 2020 se předpokládá, že nezaměstnanost se bude mírně zvyšovat na úroveň 4% vzhledem ke zpomalenému vývoji růstu ekonomiky.

Průměrná hrubá měsíční mzda je podíl mzdových prostředků (vč. příplatků za přesčas, odměn, náhrad mzdy atd.) připadající na jednoho zaměstnance za měsíc. V roce 2015 byla výše průměrné mzdy na úrovni 26 465 Kč, v roce 2018 již byla na úrovni 31 885 Kč. Meziroční nárůst v roce 2018 byl o 8,1%. V roce 2019 se předpokládá nárůst průměrných cen, nebude již tak výrazný jako v předchozím roce. Meziroční nárůst se odhaduje jen o 6,9%. Vývoj mezd velmi ovlivní hospodaření firmy.

Demografické faktory

Z demografického hlediska sledujeme pro firmu důležité faktory, jako je počet obyvatel v Moravskoslezském kraji, míra vzdělání a životní úroveň obyvatel. Počet obyvatel

v České republice roste, ovšem v Moravskoslezském kraji počet obyvatel stagnuje a nebo mírně klesá. Počet obyvatel v produktivním věku se v Moravskoslezském kraji slabě snižuje. Zároveň se snižuje nezaměstnanost a roste počet volných míst. Tlak na trhu práce tedy roste. Protože hrubá mzda v Moravskoslezském kraji je nižší, než průměr v celé ČR, není pravděpodobné, že by bylo možné přilákat pracovní sílu z jiných částí ČR. Firma proto využívá nabídky služeb personálních agentur a najímá zaměstnance z Polska a Ukrajiny.

Vzhledem k výrobnímu programu společnost zaměstnává pracovníky, kteří vystudovali technologický obor. Počet technických a administrativních pracovníků z celého počtu zaměstnanců činí v roce 2018 asi 14%. Ukončené vzdělání pracovníků v technologických oborech je pro firmu klíčové. Pro vhodný výběr pracovníků společnost ovlivňuje počet studentů středních škol v oboru strojním a počet studentů Vysoké školy báňské – Technické university v oboru strojírenství a metalurgie a materiálového inženýrství. Počty absolventů těchto škol klesají, což může mít nepříznivý vliv na výběr zaměstnanců.

Technologické faktory

Vývoj technologií a inovací v automobilovém průmyslu má přímý vliv na výrobu daného produktu. Nynější technologie litých kol má větší nároky co do množství na vstupní materiál a postup výroby má velký vliv na životní prostředí. Podnik sleduje nové inovace a potřeby svých zákazníků a jako první v České republice vyrábí hliníková kola také taženou formou tzv. metodou flow-forming. Tato metoda nejen šetří množství spotřebovaného materiálu, ale navíc kola vyráběná touto metodou mají delší životnost, jsou lehčí a lepší i v dalších parametrech. Použití této metody výroby kol pro automobily vyšších tříd bude v krátké době nutností.

Ekologické faktory

Společnost Kromadora Weels, s.r.o. věnuje problematice životního prostředí prvořadý význam. Od roku 2009 je certifikovaná systémem ISO 14001, od roku 2017 také certifikátem kvality dle IATF 16949.

Nachází se v blízkosti přírodní rezervace Korvice a několika přírodních památek. Spo-

lečnost musí dodržovat podmínky zákona o životním prostředí, důraz je kladen na plnění emisních limitů, hospodaření s odpadními vodami, plnění limitů hlučnosti, znečištění ovzduší a hospodaření s nebezpečnými odpady. Vlivy na znečištění ovzduší jsou minimalizovány aplikací nejmodernějších technologií a to primárně používáním látek méně nebezpečných, např. bezrozpuštědlová povrchová úprava obroku před lakováním, používáním práškových barev, spalování vytěkaných ředidel z barev před jejich vypouštěním do výduchů. Nakládání s nebezpečnými odpady probíhá v uzavřených prostorech, podlahy jsou betonové a vyspárované do záchytných jímek. Odpadní technologické vody jsou předčištěny ve vlastní neutralizační stanici. Vedení společnosti je přesvědčeno, že dodržuje platné předpisy o ochraně životního prostředí.

4.1.2 Porterova analýza

Vliv mikrookolí má rozhodující vliv na hospodaření podniku. Na analýzu tohoto okolí byla použita Porterova analýza pěti konkurenčních sil, která podává podniku ucelený přehled o jeho postavení na trhu.

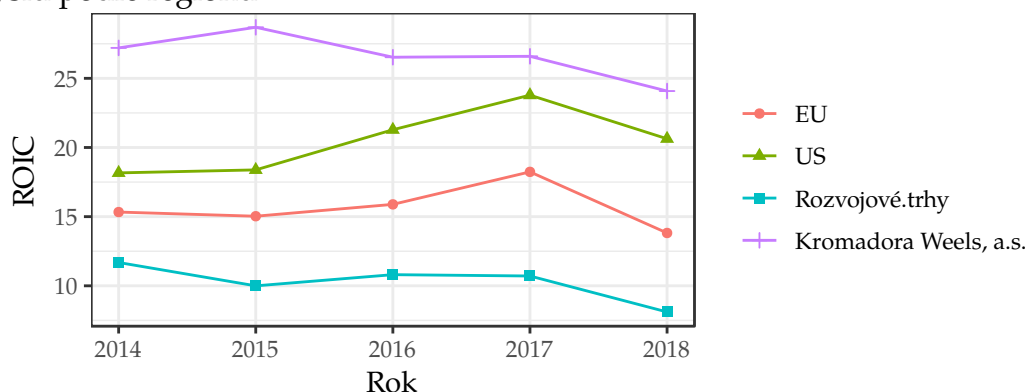
Porterova analýza byla provedena expertním hodnocením vybraných hledisek. Hodnocení je provedeno na škále 1–10, kde 1 je malý význam položky a 10 je hodnocení vysoce významné položky.

Současná konkurence na trhu

Jako hlavní finanční kritérium úspěšnosti podniku je podle Portera (Magretta 2012) koeficient ROIC (Return On Invested Capital), poměr zisku a celkového investovaného kapitálu. Posouzení indexu ROIC dosaženého formou Kromadora Weels, a.s. ve srovnání s oborovou konkurencí je na obrázku 5.

Firma má vzhledem k firmám v odvětví *Díly v automobilovém průmyslu* vysoký podíl zisku a investovaného kapitálu, přičemž vývoj indexu ROIC je podobný jako u ostatních firem v oboru. Vyšší ROIC se dá částečně vysvětlit tím, že firma Kromadora Weels s.r.o v rámci investičních pobídek vlády ČR zatím využívá daňové prázdny. I po hypotetickém zdanění zisku by však index ROIC byl vyšší než je evropský průměr v tomto odvětví. Index ROIC pro nejbližšího konkurenta přímo v oboru firmu Maxion dosáhl v roce 2018

Obrázek 5: ROIC pro firmu Kromadora Weels s.r.o a v odvětví Díly v automobilovém průmyslu podle regionu



Zdroj: Vlastní zpracování podle tab. 18 a 5

Tabulka 1: Hodnocení intenzity soupeření současné konkurence

Faktor	Hodnocení
Podíl na trhu	4
Cenová politika	3
Inovativnost	3
Reklamní strategie	5
Podpora ze strany strategických partnerů	6
Náklady na opuštění odvětví	8
Průměrné hodnocení	4,83

Zdroj: Vlastní zpracování

jen 10,02 %. Z hlediska indexu ROIC je firma úspěšnější než konkurence. Vzhledem k vysoké ziskovosti má firma možnosti upravovat cenovou strategii.

Produkce firmy je 2,4 mil. kol ročně, což je přibližně 10 % evropské produkce hliníkových kol, přičemž v produkci firmy má významný podíl výroba vysoce kvalitních pohledově obráběných kol a kol vyráběných nejnovější technologií flow-forming.

Firma má silného strategického partnera Itálii.

Odvětví je vysoce specializované a vyžaduje velké investice do výrobních technologií (slévárna, obrobna, lakovna, flow-forming), takže náklady na opuštění odvětví by byly vysoké. Hodnocení viz tab. 1.

Tabulka 2: Hodnocení potencionálního vstupu nové konkurence

Faktor	Hodnocení
Velikost kapitálových vstupů	3
Přístup k distribučním kanálům	5
Legislativa a ochrana trhu	7
Silné image výrobku	8
Know-how	4
Kvalifikace pracovní síly	4
Reakce stávajících účastníků na trhu	8
Výstupní náklady	4
Průměrné hodnocení	5,38

Zdroj: Vlastní zpracování

Hrozba nových konkurentů

Odvětví je vysoce specializované, s vysokými vstupními náklady pro novou konkurenci. Vstupní náklady tvoří mimo jiné vybavení hal tavíci a žhacími pecemi, obráběcími CNC centry a lakovací linkou. Hlavní činností firmy jsou dodávky kol přímo automobilům, kdy distribuční kanály nejsou úplně lehce přístupné. Dovoz z mimoevropských zemí je částečně chráněn celními bariérami a vysokými přepravními náklady. Poptávka po hliníkových kolech neustále roste a začínají být běžnou součástí automobilů i v nižších třídách. Na trhu práce je v současnosti nedostatek nejen kvalitní kvalifikované odborné pracovní síly, ale také pracovní síly pro dělnické pozice. V dnešní době, kdy nastává zpomalení růstu tohoto odvětví, nejsou zaznamenány vyšší poptávky po tomto produktu. Hrozba vstupu nových konkurentů do tohoto odvětví není vysoká a to nejen z pohledu vstupních nákladů, ale i z pohledu získání volných pracovníků a odbytu produktu.

Hodnocení viz tab. 2.

Hrozba substitutů

Firma vyrábí vysoké procento na trhu kvalitních litých kol ze slitin hliníku určených zejména pro vozy vyšší třídy. Nejznámějším substitutem by mohla být kola ocelová, tzv. „plecháče“, která jsou výrazně levnější, ale v podstatně nižší kvalitě a jsou zákazníky nízkce ceněné, snad z hlediska desingu, který není příliš ozdobný. Mezi další substituty patří hořčíková kola, která jsou vyrobena ze slitin hořčíku. Tato kola jsou velmi drahá.

Tabulka 3: Hodnocení potencionálního vstupu nové konkurence

Faktor	Hodnocení
cenu	5
dostupnost	4
kvalitu	1
agresivitu výrobců substitutů	2
cenu za přechod k substitutu	1
Průměrné hodnocení	2,6

Zdroj: Vlastní zpracování

Výhodou je nízká hmotnost. Jsou vysoce hořlavá, proto se zakázala používat. Nejsou vhodná pro velkosériovou výrobu. Kola drátěná už se vyrábí jen pro historická vozidla, kterým patřičně sluší, pro velkosériovou výrobu nejsou vhodná vzhledem k obtížnosti výroby. Hrozba nových substitutů je pro firmu nevýznamná.

Síla dodavatelů

Mezi hlavní dodavatele zahrnuje společnosti, které dodávají hlavní suroviny na výrobu kol, tzn. slitiny hliníku, stroncium, wolfram, barvy a další chemické sloučeniny. Ceny těchto komodit se odvíjejí od celkové situace na světovém trhu (viz obr. 6). Aby se zamezilo výkyvu, jsou pro dodávku těchto sloučenin nasmlouvány dva až tři dodavatele, např. z Polska, Německa a Itálie. Jedná se o dlouholetou spolupráci, která je zavedená a s dodavateli jsou za ta léta dojednané množstevní slevy. Velký důraz se klade na maximální kvalitu surovin, spolehlivost a renomé firem. Z těchto důvodů není vhodné tyto dodavatele měnit a je zapotřebí s nimi udržovat velice dobré vztahy i do budoucna.

Neméně důležitý materiál k výrobě kol jsou např. speciální kartáče, kameny, proložky, náhradní díly pro údržbu strojů a další úzce specializovaný materiál. Dodavateli těchto položek jsou dlouhodobě italské firmy, např. IMT Intermato nebo Trella Nolte (viz tab. 4). Dodávky bývají časté a pravidelné.

Postavení těchto dodavatelů je jedinečné a síla dodavatelů je vysoká. Firma si uvědomuje vysokou hrozbu zastavení dodávek ze strany těchto dodavatelů a snaží se část dodávek převést na nové tuzemské dodavatele. Součástí dodávek náhradních dílů bývá i servis strojů, který se musí provádět pravidelně a často se vyskytují mimořádné opravy.

Tabulka 4: Obraty s hlavními dodavateli firmy [EUR]

	2017	2018	2019
Emirates Aluminium Company		8 336 721	21 397 795
Trella Nolte	136 551	166 645	184 895
S.F. FOUNDRY SERVICE S.p.A.	98 293	152 348	149 457
CETELON Lackfabrik GmbH	1 129 180	1 182 007	1 001 532
Hydro Aluminium	28 375 210	24 828 313	1 719 305
IMT Intermato S.p.A.	362 037	660 320	393 753
Celkem	30 101 271	35 326 354	24 846 737

Zdroj: Vlastní zpracování

Termíny provedení servisních prací dodavatelskou firmou bývají zdlouhavé, což nutí firmu k oslovení nových firem, které by zvládly provádět opravy v kratším termínu. Úspěšně se podařilo navázat spolupráci s tuzemskými firmami, např. Rupert, Gosan, Rubix, Fanuc, Temex.

Společnost oslovuje v rámci zajištění plynulosti chodu celé firmy dodavatele v oblasti služeb. Na tuzemském trhu se vyskytuje mnoho firem, které nabízí služby v této oblasti na vysoké úrovni. Díky této četnosti nemají jednotliví dodavatelé služeb silnou vyjednávací pozici. Pokud některý dodavatel nesplňuje dojednané podmínky, lze najít na tuzemském trhu za něj náhradu při zachování nízkých transakčních nákladů. Firma využívá služby v oblasti úklidu, čištění strojů na lakovně, ochranky, nájmu vysokozdvížných vozíků, nájem ochranných pracovních pomůcek.

Důležitá je pro společnost kvalitní logistická síť, která zajišťuje dodávky výrobního materiálu dle potřeb výrobní linky a dovoz hotových kol k zákazníkům. Mezi stabilní dopravce patří firmy LoGex, spol. s r.o., Transco, DHL, TNT a Düvenbeck.

Mezi dodavatele lze považovat také stát a to v oblasti investičních pobídek. Od svého založení obdržela od společnosti Rozhodnutí ministra průmyslu a obchodu postupně čtyři přísliby k investičním pobídkám ve formě slevy na dani z příjmu právnických osob, hmotné podpory na vytváření nových pracovních míst a hmotné podpory na rekvalifikace nebo školení nových zaměstnanců. Podmínky pro přidělení investičních pobídek jsou striktně dány, proto vyjednávací síla tohoto dodavatele je na vysoké úrovni.

Vyjednávací síla dodavatelů je na velmi vysoké úrovni vzhledem k nezbytnosti veške-



Zdroj: Vlastní zpracování , data www.investing.com

Tabulka 5: Hodnocení síly dodavatelů

Faktor	Hodnocení
Objem dodávaného produktu	8
Dostupnost dodávaného produktu	7
Náklady na změnu dodavatele	4
Image dodavatele	8
Spolehlivost dodavatele	8
Množství a koncentrace dodavatelů	8
Průměrné hodnocení	7,17

Zdroj: Vlastní zpracování

rých úkonů, které jsou pro zdravý a plynulý vývoj firmy nutné.

Hodnocení viz tab. 5.

Síla zákazníků

Mezi síť stávajících zákazníků patří významné automobilové společnosti Evropské unie jako je BMW Group Company, Škoda Auto, Volkswagen, Fiat Group. Důraz je kladen především na cenu výrobku a perfektní kvalitu. Z tab. 6 můžeme vyčíst, že největší prodej výrobků se uskutečňuje do společnosti BMW Group a do společnosti Škoda Auto Mladá Boleslav. Společnost FCA Group, která vyrábí vozy Fiat, Lancia, Alfa Romeo a pod. a firma Volkswagen tvoří nižší, pro společnost však nezanedbatelný obrat. Vyjednávací síla těchto zákazníků je velmi vysoká.

Hodnocení viz tab. 7.

Tabulka 6: Obraty s hlavními zákazníky firmy [EUR]

	2017	2018	2019
FCA Group	6 654 289	7 118 073	4 489 158
Volkswagen DE	9 364 671	17 354 904	16 476 122
BMW Bayerische Motoren Werk DE	24 349 110	21 871 557	26 836 603
BMW Group Company	2 338 128	2 722 403	1 765 532
BMW VDL Nedcar	4 746 173	7 205 994	4 515 146
Škoda	19 331 710	35 158 198	34 465 787
Celkem	66 784 081	91 431 129	88 548 348

Zdroj: Vlastní zpracování

Tabulka 7: Hodnocení síly zákazníků

Faktor	Hodnocení
Koncentrace odběratelů	8
Existence alternativních zdrojů	7
Náklady spojené s přechodem k jinému dodavateli	8
Podíl dodávek na nákladech na produkci zákazníků	8
Průměrné hodnocení	7,75

Zdroj: Vlastní zpracování

Závěry Porterovy analýzy

Výsledky analýzy se dají shrnout do tabulky 8, případně do obrázku 7, kde je intenzita hrozby barevně zvýrazněna.

Vysokou sílu v oborovém prostředí, ve kterém se pohybuje firma Kromadora Weels s.r.o., mají zejména zákazníci.

Protože rozšířit portfolio zákazníků je v tomto oboru velmi obtížné, musí firma vysokou kvalitou a spolehlivostí zakázek vycházet vstříc současným zákazníkům, které by neměla za žádnou cenu ztrácet.

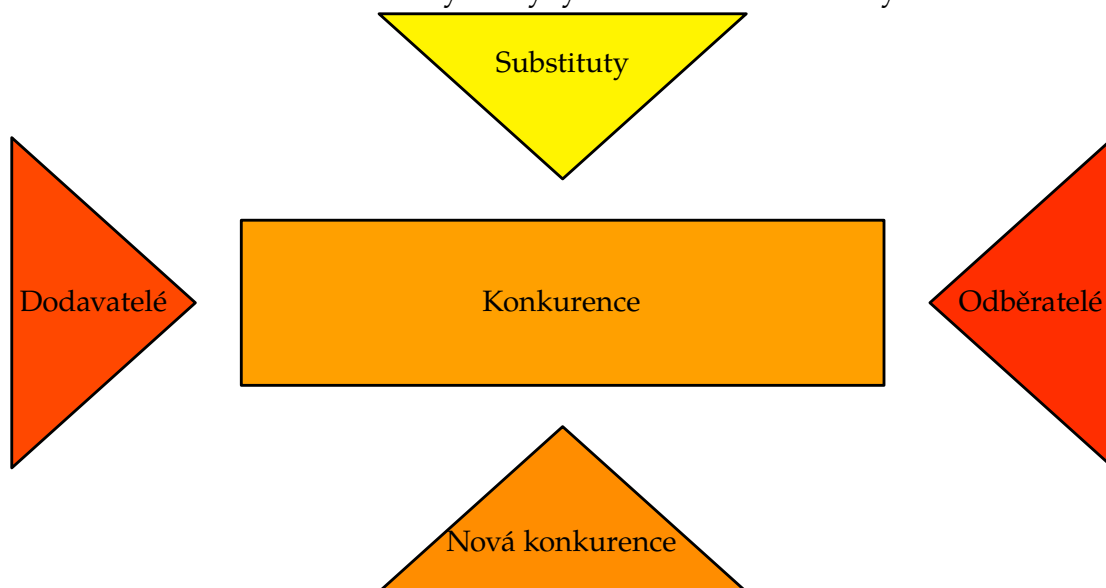
Síla dodavatelů je také vysoká a nebude se jistě snižovat. Vzhledem k dodavatelům surovin a energií je nutné se připravit na případné cenové skoky, popřípadě se pokusit diverzifikovat dodavatele. Pokud jde o dodavatele pracovní síly, je třeba využívat agenturní zaměstnance jako možnost pružně měnit počet zaměstnanců v závislosti na okamžité potřebě. Firma by také měla působit směrem k vlastním zaměstnancům. Měla by se snažit udržet kvalitní zaměstnance rozumnou politikou zaměstnaneckých benefitů

Tabulka 8: Celkové hodnocení

Faktor	Průměr hodnocení
Síla zákazníků	7,75
Síla dodavatelů	7,17
Hrozba nových konkurentů	5,38
Síla stávající konkurence	4,83
Hrozba substitutů	2,6
Celkové hodnocení	5,55

Zdroj: Vlastní zpracování

Obrázek 7: Schéma Porterovy analýzy s barevně zdůrazněnými hrozbami



Zdroj: Vlastní zpracování podle Margetta (2012)

a výhod.

Hrozba nových konkurentů v současnosti není příliš vysoká. V rámci Evropského prostoru na novou konkurenci není příliš veliký prostor. V budoucnu ovšem můžou posílit noví konkurenti z Asie, na jejichž případnou expanzi firma musí být připravena.

Současné konkurenci firma odolává dobře, mimo jiné i díky státním investičním pobídkám, díky kterým může firma investovat do nejmodernějších technologií a zvyšování kvality. Firma však musí být připravena na přechod k době, kdy investiční pobídky skončí.

Firma má obsazenu velkou část celkového trhu (cca 10 %) a vzhledem k signálům o blížící se recesi (nejen) v automobilovém průmyslu by neměla v nejbližší době dále zvyšovat výrobní kapacity. Vzhledem k blížící se recesi se dá očekávat, že intenzita stávající konkurence poroste.

Substituty postavení firmy na trhu ohrožují jen velmi slabě. Firma díky tomu, že vyrábí nejmodernější technologií, má exkluzivní produkt, který není snadné nahradit. Do budoucna by firma dále měla sledovat technologický pokrok v oboru.

Firma Kromadora Weels s.r.o si v rámci oborového okolí nestojí špatně. Ovšem musí se vyrovnat s vysokou silou dodavatelů a odběratelů a možným nárůstem konkurence v případě, že se vyplní prognózy o nadcházející recesi.

4.2 Finanční analýza podniku

Vnitřní prostředí podniku bylo analyzováno pomocí finanční analýzy. Postupně byla provedena horizontální, poté vertikální analýza rozvahy a výkazu zisku a ztráty. Následně byly vyhodnoceny poměrové ukazatele. K tomuto sloužila data z rozvahy a výkazu zisku a ztráty za období 2014–2019.

4.2.1 Horizontální analýza rozvahy

K horizontální analýze rozvahy bylo použito vzorců 1.2. a 1.3. uvedených v teoretické části.



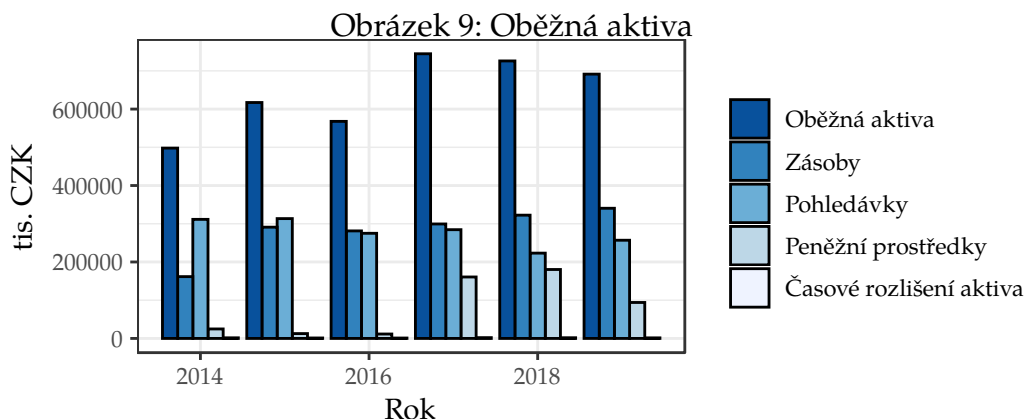
Zdroj: Vlastní zpracování podle tab. 12, Příloha 2

Celková aktiva

Celková aktiva firmy zaznamenávají jednoznačný růstový trend viz obr. 8. Významnou položku tvoří dlouhodobý majetek, který firma rozšiřuje během celého sledované období. Významnou investicí tvoří výrobní hala, která byla zkolaudována v roce 2010. V roce 2014 došlo v prvním rozšíření výrobní haly včetně komunikací a osvětlení. V roce 2017 došlo ke kolaudaci přístavby údržby a expedice, v roce 2018 byla zkolaudována nová výrobní hala lakovny. Podnik investoval do rozšíření hal z důvodu zvýšených požadavků na dodávky ze strany zákazníků. Zvýšení hodnoty dlouhodobého majetku v roce 2016 tvořil nákup linky pro přetavování hliníkových třísek (70 387 tis. Kč), 1 ks pece pro tepelné zpracování odlitků (75 515 tis. Kč), nákup 8 ks licích strojů včetně robotů (59 912 tis. Kč), 4 ks obráběcích strojů (81 356 tis. Kč).

Mezi další investice v roce 2017 patří pořízení nového CNC centra (19 964 tis. Kč), , nákup licích strojů (6 688 tis. Kč), RTG stroj (4 449 tis. Kč), obráběcí centra (11 170 tis. Kč), dopravníkové systémy (4 245 tis. Kč), stroje pro povrchové úpravy (2 057 tis. Kč), tavící pece (1 672 tis. Kč).

K významným investicím v roce 2018 patřilo pořízení nové lakovací linky (172 877 tis. Kč), žíhací pece (82 755 tis. Kč), rozšíření výrobní haly včetně lakovny (89 866 tis. Kč), 4 ks nových CNC center (89 485 tis. Kč), dopravníků pro novou lakovnu (14 088 tis. Kč), depaletizačního systému (9 419 tis. Kč), 2 ks RTG strojů (14 472 tis. Kč), tavící pece (6 271 tis. Kč), stroje pro měření těsnosti (5 788 tis. Kč), 4 ks licích strojů (23 076 tis. Kč), tryskačního stroje (5 096 tis. Kč), 2 ks strojů pro pohledové obrábění (9 464 tis. Kč) a 2 ks



Zdroj: Vlastní zpracování podle tab. 12, Příloha 2

robotů pro lící centra (4 473 tis. Kč).

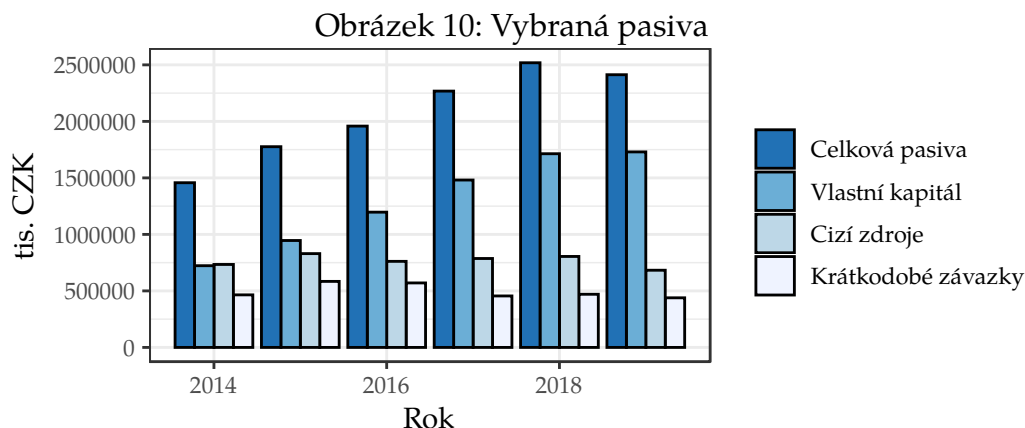
Vývoj oběžných aktiv můžeme sledovat na obr. 9. Od roku 2014–2018 oběžná aktiva stoupala. Významnou složku tvoří zásoby materiálu, nedokončená výroba a polotovary. Zásoby stoupaly úměrně k rozšiřování výroby. Pozitivním trendem je pokles pohledávek. V posledních dvou letech ve firmě významně narostly peněžní prostředky.

Významný meziroční nárůst zaznamenaly v roce 2017 peněžní prostředky o 1292,7%, což bylo způsobeno nárůstu peněz na běžném účtu z důvodu nově uzavřeného úvěru, který k 31.12. nebyl v plné výši vyčerpán.

Celková Pasiva

Celková pasiva (viz obr. 10) mají u analyzovaného podniku, vzhledem k zachování bilančního principu, stejný vzrůstající trend jako aktiva. Vlastní kapitál meziročně rostl, největší nárůst zaznamenal v roce 2014, od roku 2015 byl nárůst pozvolnější.

Zvýšení cizích zdrojů o 13,1% na začátku sledovaného období bylo způsobeno vyšším čerpáním krátkodobých úvěrů a investičních úvěrů. Meziroční pokles v následujícím roce byl díky řádnému splácení dlouhodobých úvěrů a to v souladu s naplánovanými splátkovými kalendáři. Nejvýznamněji se zvýšily cizí zdroje v roce 2017 díky novému dlouhodobému úvěru. Krátkodobé závazky zaznamenávají meziroční pokles, nejvýznamnější byl v roce 2017 o 20,2%.



Zdroj: Vlastní zpracování podle tab. 12, Příloha 2

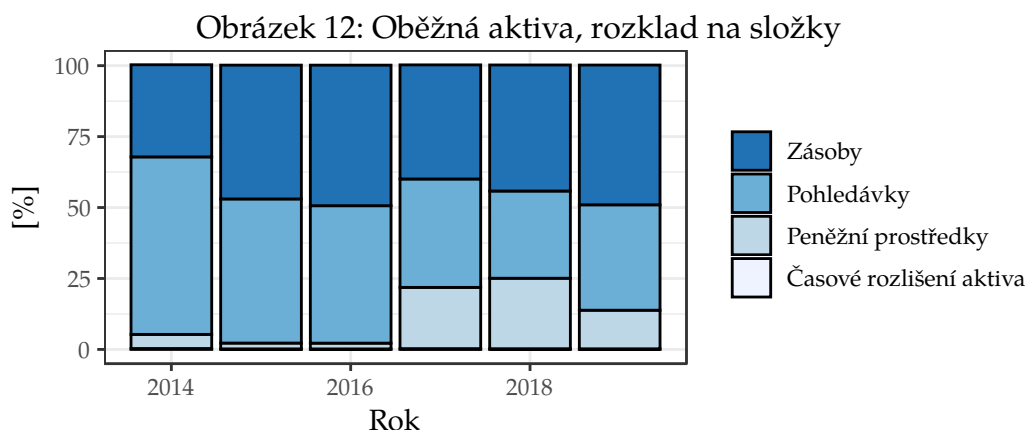


Zdroj: Vlastní zpracování podle tab. 25, Příloha 6

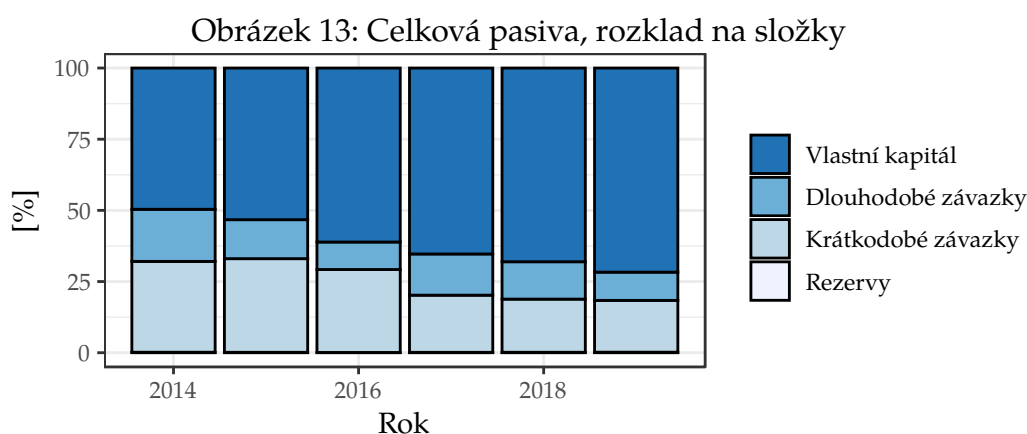
4.2.2 Vertikální analýza rozvahy

Pro výpočet vertikální analýzy rozvahy bylo použito vzorce 1.6. V této analýze jsou jednotlivé složky aktiv vyjadřovány k položce Celková aktiva, která tvoří základnu pro výpočet. Z obrázku 11 je patrné, že největší podíl na celkových aktivech má položka stálých aktiv. Oběžná aktiva tvoří menší podíl na celkových aktivech. Tento podíl se v uvedeném období mění jen málo a v průměru je to 69% ku 31% ve prospěch dlouhodobých aktiv.

Oběžná aktiva (viz obr. 12) mají jako významnou složku zásoby. Jejich podíl se na celkových oběžných aktivech v čase příliš nemění. V uvedeném období neustále klesá podíl pohledávek z 63% v roce 2014 na 31% v roce 2018. V posledních dvou letech skokem významně narůstá podíl krátkodobého finančního majetku na celkových oběžných aktivech z jednotek procent v letech 2014–2016 na 31% v roce 2018.



Zdroj: Vlastní zpracování podle tab. 26, Příloha 6



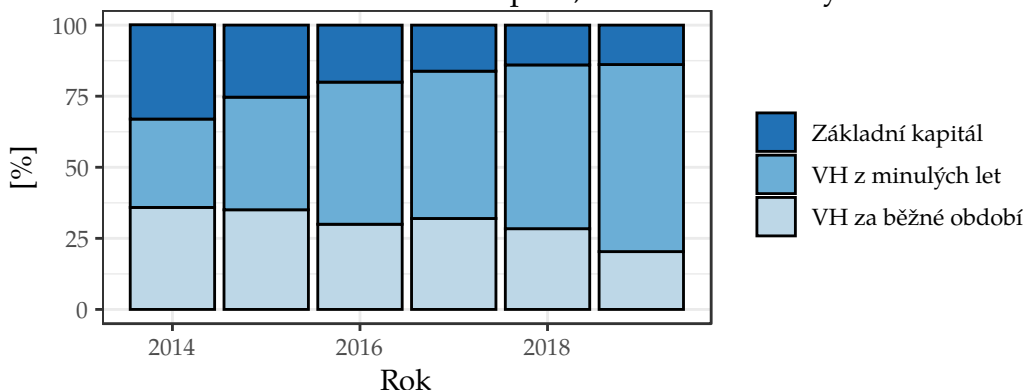
Zdroj: Vlastní zpracování podle tab. 27, Příloha 6

Další částí vertikální analýzy je analýza pasiv. Jako základny byla zvolena Celková pasiva. Obrázek 13 ukazuje, že největší podíl má složka vlastní kapitál. Její podíl na pasivech vzrostl z přibližně 50% v roce 2014 na 68% v roce 2018. Závazky se na pasivech podílejí stále menším podílem. Zvláště významně klesá podíl krátkodobých závazků.

V roce 2014 byl vlastní kapitál téměř rovnoměrně rozdělen mezi základní kapitál (viz obr. 14), hospodářský výsledek z minulých let a hospodářský výsledek za běžné období. Od roku 2016 mají nadpoloviční podíl na vlastním kapitálu hospodářské výsledky z minulých let a v roce 2018 dosáhl jejich podíl téměř na 58%. Podíl základního kapitálu na vlastním kapitálu klesá celé sledované období až na 14% v roce 2018.

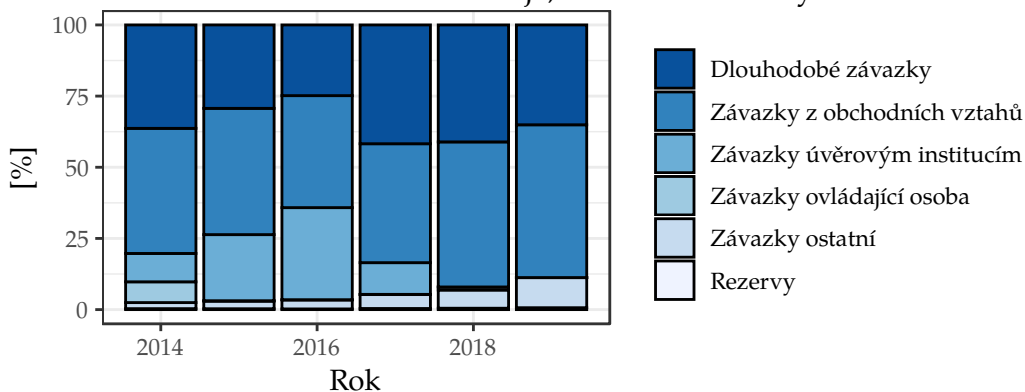
Obr. 15 ukazuje rozdělení cizích zdrojů na složky. Nejvýznamnější složky jsou dlouhodobé závazky a závazky z obchodních vztahů. Podíl dlouhodobých závazků se zvýšil zejména v letech 2017 a 2018. Podíl závazků z obchodních vztahů roste po celé sledované

Obrázek 14: Vlastní kapitál, rozklad na složky



Zdroj: Vlastní zpracování podle tab. 28, Příloha 6

Obrázek 15: Cizí zdroje, rozklad na složky



Zdroj: Vlastní zpracování podle tab. 29, Příloha 6

období na 51% v roce 2018.

4.2.3 Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty

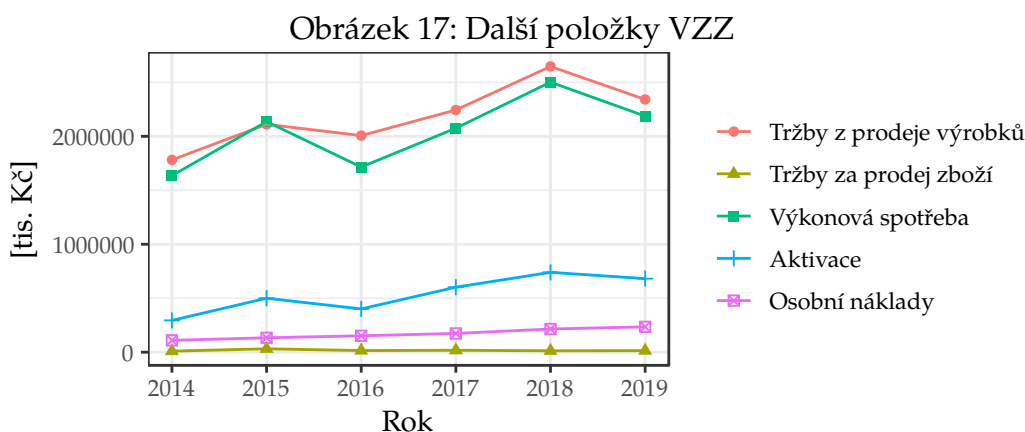
Meziroční změny výkazu zisku a ztráty byly vypočteny podle vzorce 1.2. a 1.3., výsledky jsou uvedeny v tab. 23, Příloha 4.

Společnost prodává především vlastní vyrobená litá hliníková kola pro osobní automobily a také hliníkový odpad s touto výrobou spojený. Tržby z prodeje hliníkového odpadu jsou vykazovány jako tržby z prodeje zboží.

Zvýšení tržeb z prodeje výrobků je zapříčiněno především navýšením výroby. Export vlastních výrobků je 64% do Německa, 20% Itálie, 14% do Velké Británie, zbylá část do jiných států Evropské unie. Mírný pokles o 4,9% byl zaznamenán v roce 2016. Křivku tržeb kopíruje křivka výkonové spotřeby. Pokles o 19,7% v roce 2016, v ostatních letech



Zdroj: Vlastní zpracování podle tab. 10, Příloha 1

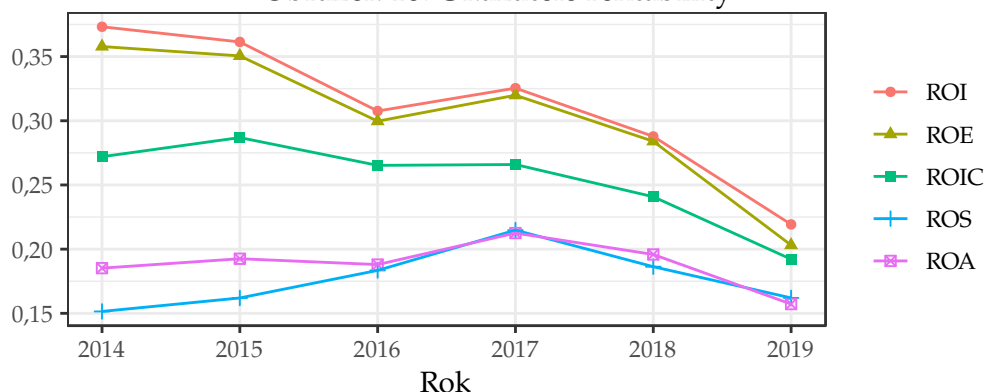


Zdroj: Vlastní zpracování podle tab. 10, Příloha 1

nárůst přes 20%. Položka osobních nákladů meziročně roste podle potřeb navýšení výroby. Finanční výsledek hospodaření je ovlivněn nákladovými úroky z úvěru a ostatními finančními náklady – kurzové zisky a finanční výnosy – kurzové výnosy. Nárůstu v těchto položkách došlo v roce 2017.

Výsledek hospodaření lze analyzovat různými ukazateli. Na obr. 16 je zobrazen vývoj provozního výsledku hospodaření EBIT, výsledek hospodaření před zdaněním EBT a výsledek hospodaření po zdanění EAT. Všechny tyto ukazatele vykazují růstový trend, nejvýraznějšímu nárůstu došlo v roce 2017. Růstu zisku dochází navýšením kapacit výroby.

Obrázek 18: Ukazatele rentability



Zdroj: Vlastní zpracování podle tab. 31, Příloha 8

4.2.4 Vertikální analýza výkazu zisku a ztrát

U vertikální analýzy zisku a ztráty byla jako vztažná veličina vybraná položka tržby za prodej výrobků a služeb. Z výsledku, které byly vypočteny a pro přehlednost znázorněny v tabulce 30, Příloha 7, je patrné, že největší podíl má položka výkonové spotřeby a to více než 90%. Osobní náklady se podílí v prvním roce sledování 6,2%, postupně se tento ukazatel zvyšuje podle růstu zaměstnanců na 8,1%. Významnou položku tvoří aktivace a to v průměru -25%. Nedílnou součástí výkazu zisku a ztráty jsou výsledky hospodaření. Ve sledovaném období se postupně zvyšují až k hodnotě 18%.

4.2.5 Analýza poměrových ukazatelů

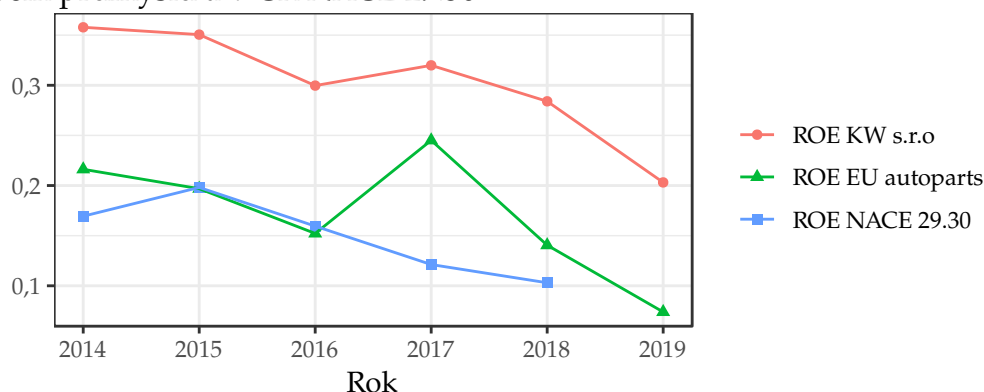
V této části budou analyzovány poměrové ukazatele a to z hlediska rentability, aktivity, zadluženosti a likvidity.

Ukazatele rentability

Mezi nejčastěji používané údaje ve finanční analýze patří ukazatele rentability ROE, ROA, ROS a ROIC. Tyto údaje jsou zpracovány v tab. 31, Příloha 8 a na obr. 18.

ROE (ROI) — rentabilita vlastního kapitálu a rentabilita celkového kapitálu se ve firmě Kromadora Weels s.r.o příliš neliší a mají totožný průběh, protože kapitálová struktura firmy je poměrně stabilní. Rentabilita kapitálu ve firmě v uvedeném období mírně klesá, s výjimkou roku 2017. Celkový pokles za uvedené období je 15,5%. Přesto se rentabilita

Obrázek 19: Porovnání ROE ve firmě Kromadora Weels s.r.o, EU v odvětví Díly v automobilovém průmyslu a v ČR NACE 29.30



Zdroj: Vlastní zpracování podle tab. 31, Příloha 8, 20, Příloha 3 a 18, Příloha 3

vlastního kapitálu pohybuje neustále nad hodnotou 20% v roce 2018 a v roce 2019.

Pokud porovnáme tuto rentabilitu v rámci podniků v odvětví NACE 29.30 viz obr. 19, je podnik vysoce rentabilní, průměrné ROE českých podniků v tomto odvětví také klesá až na minimum blížící se 10% v roce 2018.

Podnik Kromadora Weels s.r.o je třeba porovnávat s podniky v rámci kontextu celé Evropy. Průběh rentability kapitálu v oboru *Autopars* v Evropě také vykazuje mezi lety 2014 a 2019 celkový pokles s jedním nárůstem v roce 2017. I v rámci kontextu evropských podniků má firma Kromadora Weels s.r.o vysokou rentabilitu kapitálu a převyšuje hodnoty ROE evropských firem v průměru o 13% viz obr. 19.

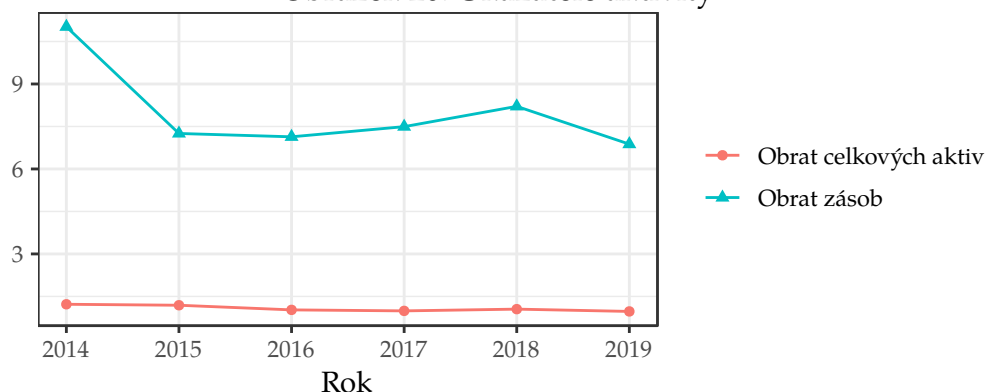
Rentabilita tržeb **ROS** v uvedeném období mírně narůstá, s maximem v roce 2017. V průměru dosahuje ROS hodnoty 18%. Nepříznivý trend vykazuje rok 2019 a to 16%.

Ukazatel rentability aktiv **ROA** informuje o návratnosti aktiv bez ohledu na to, zda byly investovány z vlastních zdrojů nebo cizích. U tohoto ukazatele je vhodný rostoucí trend, který tento ukazatel vykazuje do roku 2017, kdy je na hodnotě 21%. Výrazný pokles na 15% je v roce 2019.

Ukazatele aktivity

Vývoj ukazatelů aktivity je zobrazen v tabulce 32, Příloha 8, kde je sledován ukazatel obrat celkových aktiv, který vyjadřuje efektivnost využití těchto aktiv. Udává, kolikrát se celková aktiva obrátí za období jednoho roku. Tento ukazatel má mírně klesající trend,

Obrázek 20: Ukazatele aktivity



Zdroj: Vlastní zpracování podle tab. 32, Příloha 8

avšak se jeho hodnoty pohybují nad úrovní 1, což se udává jako minimální hodnota. Nejvyšší hodnoty vykazuje v roce 2014 a to 1,223. Mírně pod úroveň 1 se dostává v roce 2017.

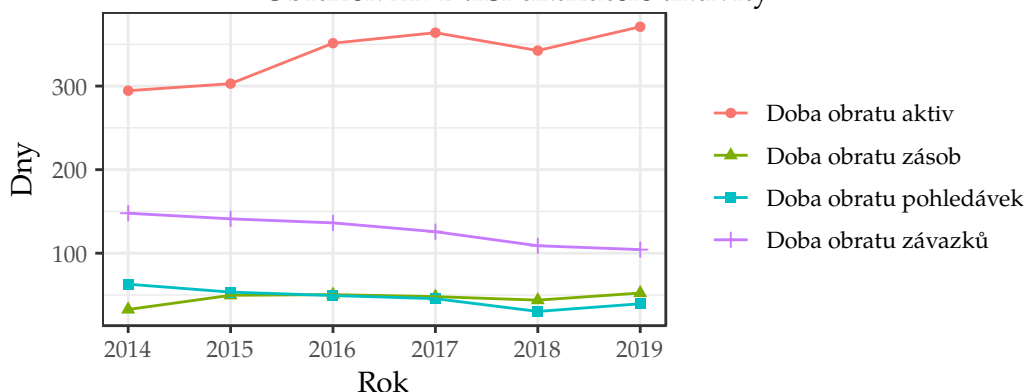
V tabulce 33, Příloha 8 sledujeme ukazatel dobu obratu aktiv, který vyjadřuje, jak dlouho jsou aktiva vázána v podniku do jejich spotřeby či opotřebení. Nejkratší doba obratu aktiv byla v roce 2014, od tohoto roku se tento ukazatel zvyšuje. K mírnému zlepšení došlo v roce 2018 na hodnotu 294 dní. V prognózovaném roce 2019 není vývoj ukazatele příznivý, neboť se pohybuje na hranici 370 dní. V tomto roce tržby zaznamenaly velký pokles.

Ukazatel obratu zásob neukazuje výrazný trend, od roku 2014 došlo k jeho poklesu, od té doby se drží na podobné úrovni, ve většině sledovaného období se obrátí za rok 7,3x. K mírnému zlepšení dochází v roce 2018. Nejnižší hodnotu 6,8 dosáhl ukazatel v prognózovaném roce 2019.

Doba obratu zásob ukazuje počet dní, po které jsou zásoby vázány ve skladě. V roce 2014 byly zásoby vázány 32dní, vrcholu dosáhly v roce 2016 a 2019 a to téměř 51dní. Rok 2018 již vykazuje hodnoty 44dní. Pro firmu je vhodné snižovat tento ukazatel, protože zásoby jsou nejméně likvidní složka oběžných aktiv.

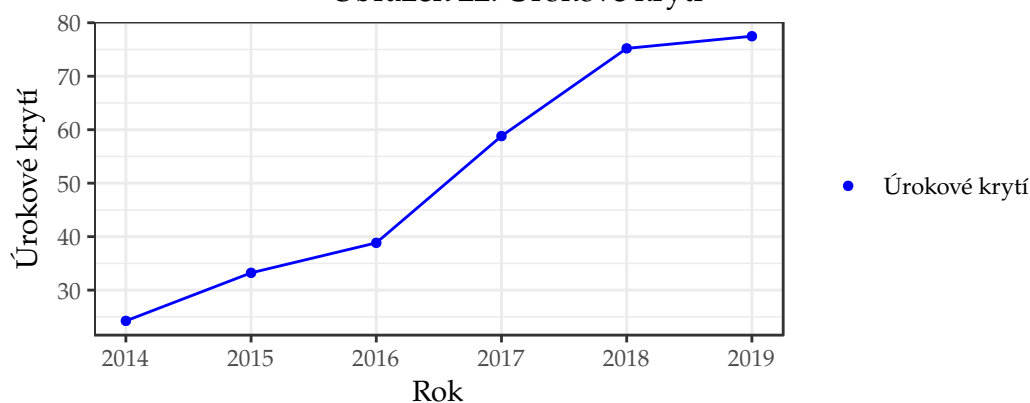
Doba obratu pohledávek, která sleduje morálku splatnosti odběratelů, se pohybovala v roce 2014 na úrovni 62dnů, avšak od roku 2016 se tento ukazatel snižoval až na hodnotu 30dnů v roce 2018. Podobný trend se vyskytuje i u ukazatele Doby obratu závazků, kdy vhodnou firemní politikou byla snížena doba obratu závazků na 108 dnů v roce 2018.

Obrázek 21: Další ukazatelé aktivity



Zdroj: Vlastní zpracování podle tab. 33, Příloha 8

Obrázek 22: Úrokové krytí



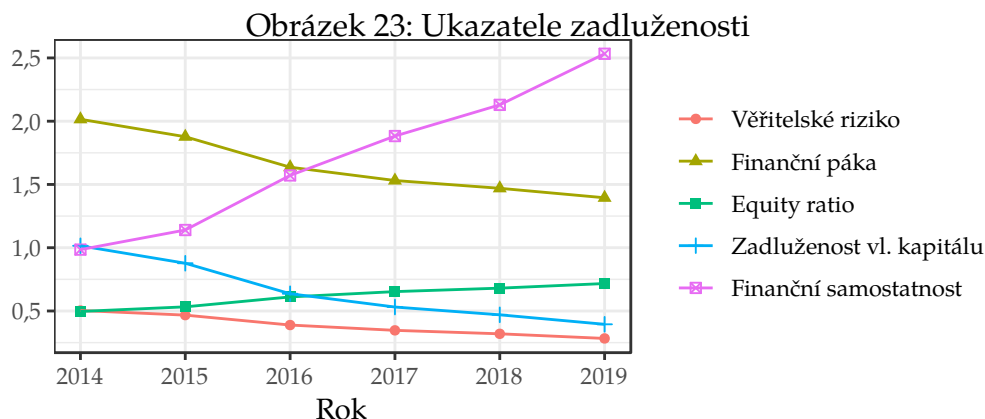
Zdroj: Vlastní zpracování podle tab. 34, Příloha 8

U těchto ukazatelů je dodržováno obecné pravidlo, že doba obratu pohledávek by měla být nižší, než doba obratu závazků a to z důvodů zajištění finanční stability podniku.

Ukazatele zadluženosti

Ukazatele zadluženosti jsou uvedeny v tabulce 34, Příloha 8 a na obr. 23. Všechny ukazatele zadluženosti vykazují pro firmu pozitivní trend. Zadluženost vlastního kapitálu klesá pod hodnotu 0,5 od roku 2018, přestože v roce 2014 byl vlastní kapitál zadlužen ze 100%. Roste finanční samostatnost na hodnoty vyšší než 2 od roku 2018. Equity ratio je v roce 2019 na úrovni ležící těsně pod hranicí 0,75 a tedy věřitelské riziko klesá na hodnoty blízké 0,25 a finanční páka se v roce 2019 pohybuje těsně pod hodnotou 1,5.

Zadluženost podniku se podle všech ukazatelů vylepšuje po celé sledované období



Zdroj: Vlastní zpracování podle tab. 34, Příloha 8

Ukazatele likvidity

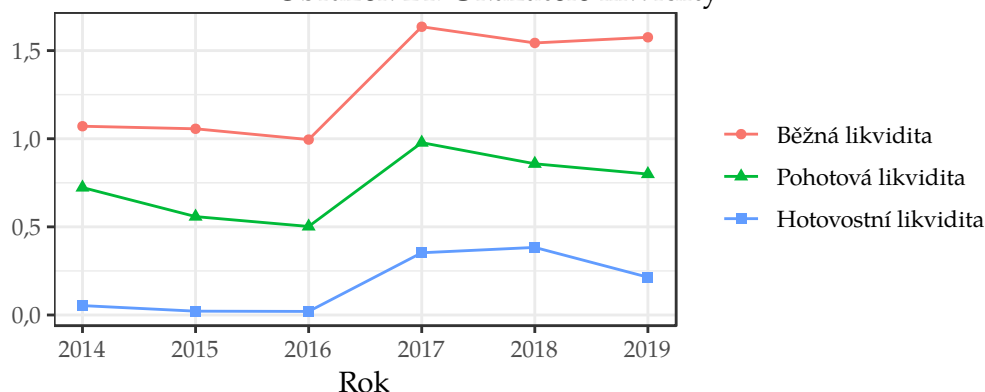
Míru schopnosti podniku uhradit své závazky vyjadřují ukazatele likvidity. Jednotlivé složky tohoto ukazatele, běžná, pohotová a hotovostní likvidita, jsou znázorněny v tab. 35, Příloha 8 a na obr. 24.

Běžná likvidita, která říká, kolikrát oběžná aktiva pokryjí krátkodobé závazky, by se měla pohybovat v intervalu od 1,5 do 2,5. Z tabulky můžeme vyčíst, že v letech 2014 až 2016 podnik nedosahoval těchto hodnot, od roku 2017 se tato hodnota pohybuje mírně nad hodnotou 1,5.

Očištěním tohoto ukazatele od málo likvidní složky krátkodobých aktiv, zásob, se podnik dostal na hodnoty v intervalu od 0,5 do 0,9. Doporučený interval je v hodnotě 1-1,5. Ukazatel pohotové likvidity naznačuje, že se podnik potýká s platební neschopností. Ukazatel je výrazně nižší, než ukazatel běžné likvidity, což naznačuje, že velkou část běžných aktiv představují zásoby.

Ukazatel hotovostní likvidity, který pracuje pouze s platebními prostředky v hotovosti a na bankovních účtech, se pohybuje v intervalu 0,05–0,02 v letech 2014–2016, kdy měl podnik problém splácet krátkodobé závazky a musel použít cizí zdroje pro úhradu dodavatelských faktur. V letech 2017–2018 se hodnoty ukazatele pohybují na úrovni 0,3, což bylo způsobeno přírůstkem peněžních prostředků na běžném účtu.

Obrázek 24: Ukazatele likvidity



Zdroj: Vlastní zpracování podle tab. 35, Příloha 8

Shrnutí výsledků finanční analýzy

Finanční analýza byla nejprve udělána z pohledu horizontální a vertikální analýzy účetních výkazů rozvahy a zisku a ztráty. Dále byla finanční situace zkoumána z pohledu poměrových ukazatelů.

Kladně můžeme hodnotit investování do rozvoje podnikání, což je zřejmé ze zvyšování položky dlouhodobého majetku v rozvaze. Společnost rozšířila výrobní kapacity dle zvýšení poptávky požadavků od zákazníků. Během sledovaného období byla zkolaudována nová výrobní hala a přístavba pro údržbu, byly nakoupeny nové výrobní linky a obráběcí stroje. V těchto letech rostl podniku vlastní kapitál, což značí, že bylo zachováno zlaté bilanční pravidlo. V roce 2019 došlo ke snížení výsledku hospodaření, nebylo by vhodné nadále investovat do rozšíření kapacit. Nepříznivě by se to promítlo do rentability aktiv.

Po sledované období rostla oběžná aktiva. Zásoby kopírují křivku růstu produkce výroby, protože jsou pro její plynulý chod nepostradatelná. Ty tvoří významnou část oběžných aktiv, váží v sobě peněžní prostředky a zvyšují náklady na skladování. Tento fakt se nepříznivě promítl do ukazatelů likvidity, kdy se firma potýká s nedostatkem peněžních prostředků. Podstatnou část zásob tvoří náhradní díly pro údržbu strojů, které bývají objednávány s předstihem. Vhodnou úpravou dodavatelských smluv, pro termín dodání náhradních dílů, by se mohly tyto zásoby náhradních dílů snížit. To by se příznivě promítlo i do ukazatelů aktivity, kde by byla snížena doba obratu zásob, která narůstá po celou dobu, až do roku 2019 na 52dnů. Položka pohledávek v rozvaze nezaznamenává žádný výrazný pohyb, i když narostly kapacity výroby a tržby. Což se velmi příznivě

promítlo do ukazatele doby obratu pohledávek, který se snížil z 63dní na 40dní a svědčí to o velmi dobré platební morálce zákazníků.

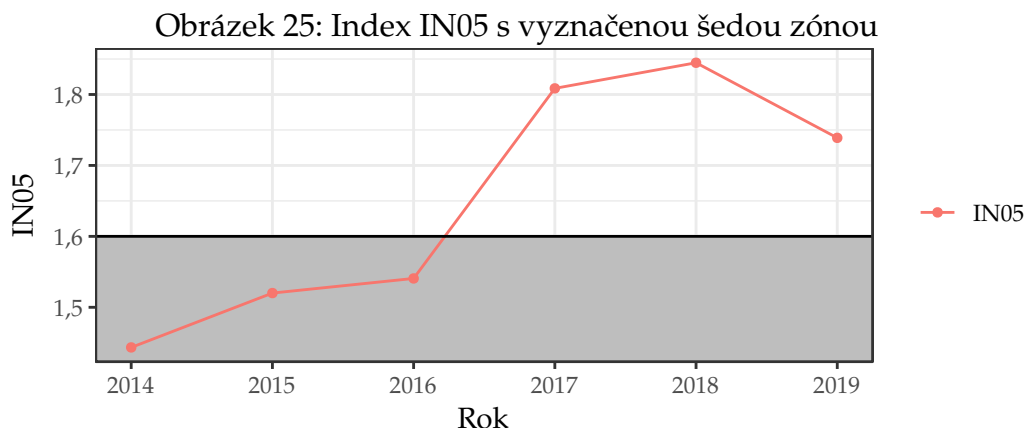
Z položek pasiv bychom mohli kladně hodnotit zvýšení vlastního kapitálu a zvýšení hospodářského výsledku, které se příznivě promítly do ukazatelů rentability. Tyto ukazatele zaznamenávají dynamický růst. Nárůst hospodářského výsledku je zapříčiněn nárůstem kapacit podniku a je závislý na potřebách zákazníků. Tento trend je vidět v roce 2019, kdy se pokles zakázek promítl do všech ukazatelů rentability.

Cizí zdroje mírně rostou, nejvýrazněji se zvýšili závazky z obchodních vztahů. Kladně lze hodnotit pokles závazků k úvěrovým institucím. Ukazatele zadluženosti ukazují velmi příznivý trend. Zadluženost vlastního kapitálu klesá a zvyšuje se ukazatel finanční samostatnosti. Firma vhodnou vyjednávací politikou dojednává splatnosti dodavatelských faktur nad 45dnů a platbu zálohových dodavatelských faktur jen v nejnutnějším případě a jen na první objednávku. Firma si snaží zachovat postavení spolehlivého plátce.

Ve výkazu zisku a ztráty stojí za povšimnutí položka výkonová spotřeba. Výkonová spotřeba v sobě zahrnuje spotřeba materiálu a energie, služby a náklady vynaložené na prodané zboží. Výše těchto nákladů je velmi vysoká, přes 90% za celé sledované období. Aby se firma nedostala do ztráty, je zapotřebí tyto náklady sledovat. Všechny tyto náklady v sobě nesou variabilní složku, např. energie – voda, plyn, elektřina, údržba, doprava, úklid, likvidace odpadu apod., která by měla odpovídat tomu, na jakou kapacitu jede výroba. Firma by měla sledovat jednotlivé položky tvořící výkonovou spotřebu a pravidelně dělat podrobnou analýzu. Jen včasným zachycením výkyvů některých z těchto položek lze předejít navýšení nákladů, které by měly nepříznivý dopad na hospodaření firmy. Tyto položky může firma svou činností aktivně ovlivnit.

4.2.6 Bonitní a bankrotní modely

Bonitní a bankrotní model IN05 je vypočten v tabulce 36, Příloha 9 a na obr. 25. Podle tohoto modelu se situace ve firmě zlepšuje průběžně od roku 2014. Do roku 2016 se firma nachází v šedé zóně, kde o budoucnosti ve firmě nemůžeme přesně rozhodnout, ale vysoko nad hranicí nebezpečné zóny. Minimum tohoto indexu bylo v roce 2014 na



Zdroj: Vlastní zpracování podle tab. 36, Příloha 9



Zdroj: Vlastní zpracování podle tab. 37, Příloha 9

hodnotě 1,4. V roce 2017 index IN05 významně narostl a firma se dostala nad šedou zónu, do oblasti, která svědčí o dobré kondici firmy. Maximální hodnoty 1,8 dosáhl index IN05 v roce 2018.

Největší vliv na celkovou výšku indexu má složka C tedy ROA. Na nárůstu indexu IN05 se nejvýznamněji projevuje nárůst složky A (převrácená hodnota ke věřitelskému riziku) a menší měrou i nárůst složky B.

Index IN05 je tedy vysoký díky vysoké rentabilitě aktiv ve firmě a tento index dále roste především díky klesajícímu věřitelskému riziku.

Podle indexu IN05 podnik vyniká rentabilitou a zmenšující se mírou krytí firemního majetku cizími zdroji.

Hodnoty vedoucí k výpočtu **Altmanova Z-skóru** jsou uvedeny v tab. 37, Příloha 9 a výsledky jsou vyobrazeny na obr. 26. Altmanův Z-skór je rostoucí v celém sledovaném

období s téměř lineárním průběhem.

Minimum pro Z-skór bylo v roce 2014, ale jeho hodnota 2,7 je vysoko nad hranicí nebezpečné zóny. V roce 2016 už Z-skór dosáhl těsně pod hranici šedé zóny a v následujících letech se již Z-skór nachází v bezpečné zóně. Maxima 3,2 dosahuje Z-skór v roce 2019.

Na celkovou výši Altmanova Z-skóru má největší vliv složka X5 (obrat aktiv), i když ve sledovaném období prokazuje mírný pokles. Na růstu se podílejí všechny ostatní složky, největší měrou složky X4 (finanční samostatnost) a X1 (podíl oběžných aktivech na celkových aktivech).

Altmanův Z-skór ukazuje, že firma vyniká především díky své aktivitě (vysoký obrat aktiv), rozumnému poměru vlastního a cizího kapitálu a vhodnému rozložení krátkodobých závazků a oběžných aktiv.

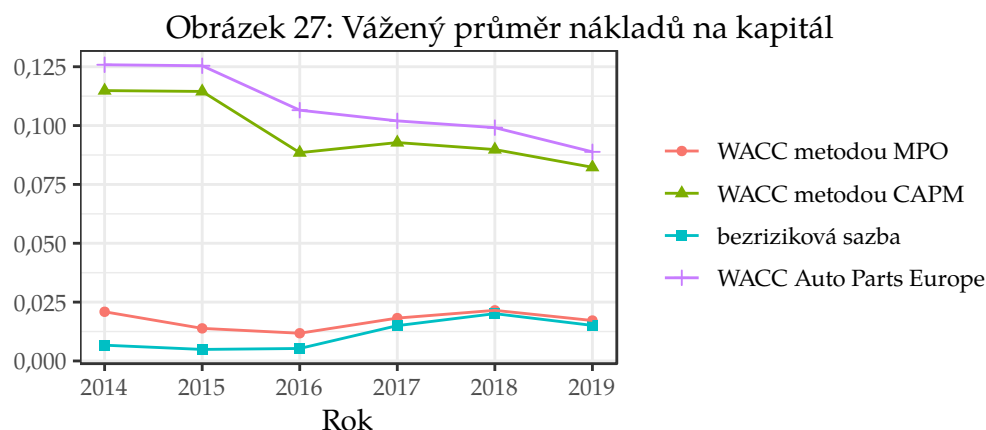
Srovnání vývoje indexu IN05 a Altmanova Z. Index IN05 v roce 2019 meziročně poklesl. Pravděpodobně reaguje na příznaky krize v autoprůmyslu, která se zdá v tomto roce přicházet. Altmanovo Z ještě v roce 2019 roste, i když nárůst je nižší než v předchozích letech.

Prudký meziroční nárůst indexu IN05 v roce 2017 nebyl ve vývoji Altmanova Z nalezen.

4.3 Ocenění podniku

4.3.1 Vážený průměr nákladů na kapitál (WACC)

Pro metody ocenění je nezbytné správně stanovit náklady na kapitál. WACC je možné stanovit několika metodami. V této práci byly průměrné náklady na kapitál WACC stanoveny dvěma metodami. Metodikou MPO a metodou CAPM. Výsledky byly porovnány s údaji o srovnatelných podnicích a byl vybrán ten z výpočtů, který lépe odpovídal realitě. Výsledky jsou vyobrazeny na obr. 27. Bezriziková sazba i pro výpočty byla převzata z údajů ČNB viz tab 14, Příloha 3.



Zdroj: Vlastní zpracování podle tab. 38, Příloha 10 a 39, Příloha 10

WACC vypočtený metodikou MPO

Stavebnicový model konstrukce WACC podle metodiky MPO (2019), viz. obr. 27 a tab. 38, Příloha 10 není pro firmu Kromadora Weels s.r.o. příliš vhodný, protože díky velikosti firmy jsou odhady rizikových přírůstků or_{PS} a r_{FS} rovny nule a náklady na kapitál vycházejí nerealisticky nízké. Podle obr. 27 dokonce v letech 2018 a 2019 dosahuje na výšku bezrizikové úrokové sazby, což je prakticky nerealistické.

WACC vypočtený metodou CAPM

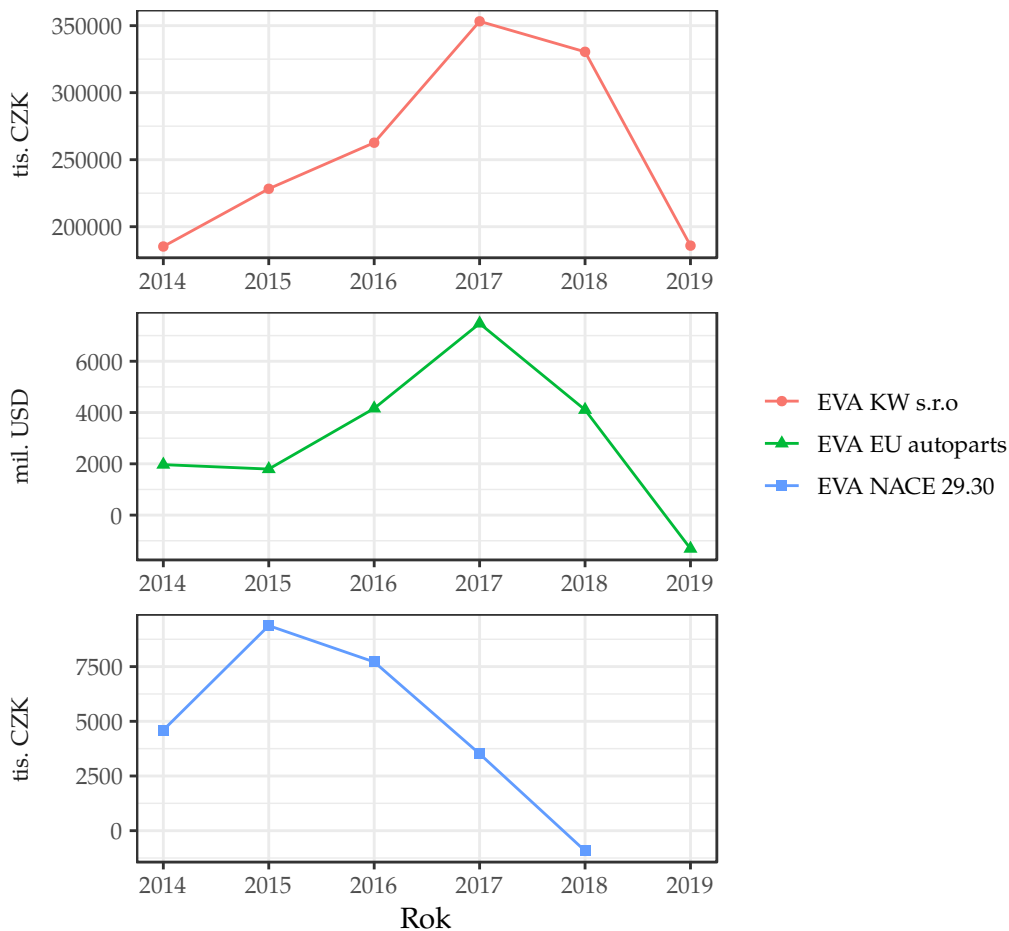
Výpočet váženého průměru nákladů na kapitál metodou CAPM je shrnut v tabulce 39, Příloha 10. Výsledky jsou vyobrazeny na obr. 27.

Náklady na cizí kapitál jsou vypočteny podle údajů z rozvahy a jejich výška je velmi nízká a pohybuje se blízko bezrizikovým sazbám ČNB.

Koeficient β popisuje míru systematického tržního rizika podniku. Pro odhad koeficientu β se používá řada metod. V rámci této práce byl použit odhad $\beta_{levered}$ vypočtený s pomocí koeficientů $\beta_{unlevered}$, zjištěných pro odvětví *Auto Parts* v Evropě viz Damodaran (2014–2019), upravených vzhledem k situaci konkrétního podniku Kromadora Weels s.r.o. (Scholleová 2009, str. 148).

$$\beta = \beta_{unlevered} \left(1 + (1 - T) \frac{\text{cizí kapitál}}{\text{vlastní kapitál}} \right). \quad (4.1)$$

Obrázek 28: Srovnání EVA firmy Kromadora Weels s.r.o, odvětví NACE 29.30 a EU autoparts



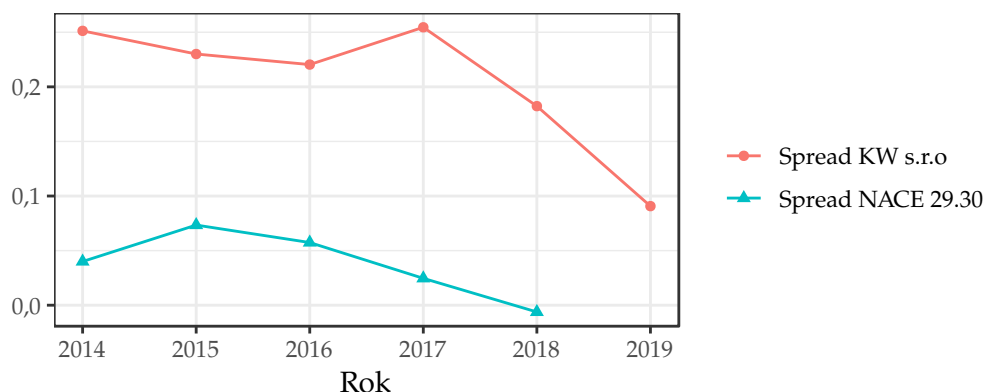
Zdroj: Vlastní zpracování podle tab. 40, Příloha 10, 20, Příloha 3 a 18, Příloha 3

Prémie za riziko ($r_m - r_f$) jsme pro naše účely vybrali opět z databáze Damodaran (2014–2019), hodnoty *Total Equity Risk Premium* pro Českou republiku viz tab. 20, Příloha 3.

WACC vypočtený metodou CAPM kopíruje vývoj WACC v oboru (Auto Parts Europe), jak jej zachytil ve svých datech Damodaran (2014–2019). V podniku Kromadora Weels s.r.o je však vážený průměr nákladů na kapitál přibližně o jedno procento nižší, než je oborový průměr, což je pro podnik příznivé.

WACC je nejvyšší v roce 2014 a dosahuje na hodnotu 11,5%. Po poklesu v roce 2016 na nejnižší hodnotu 8,85% WACC stagnuje. V roce 2018 má WACC hodnotu 8,98% a v roce 2019 ještě dále klesá.

Obrázek 29: Srovnání Spread firmy Kromadora Weels s.r.o s průměrem v odvětví NACE 29.30



Zdroj: Vlastní zpracování podle tab. 40, Příloha 10 a 18, Příloha 3

4.3.2 Ekonomická přidaná hodnota — EVA

Ekonomická přidaná hodnota je vypočtena podle vzorců z kapitoly 2.9.2. Hodnoty potřebné k výpočtu *ekonomické přidané hodnoty* jsou uvedeny v tabulce 40, Příloha 10.

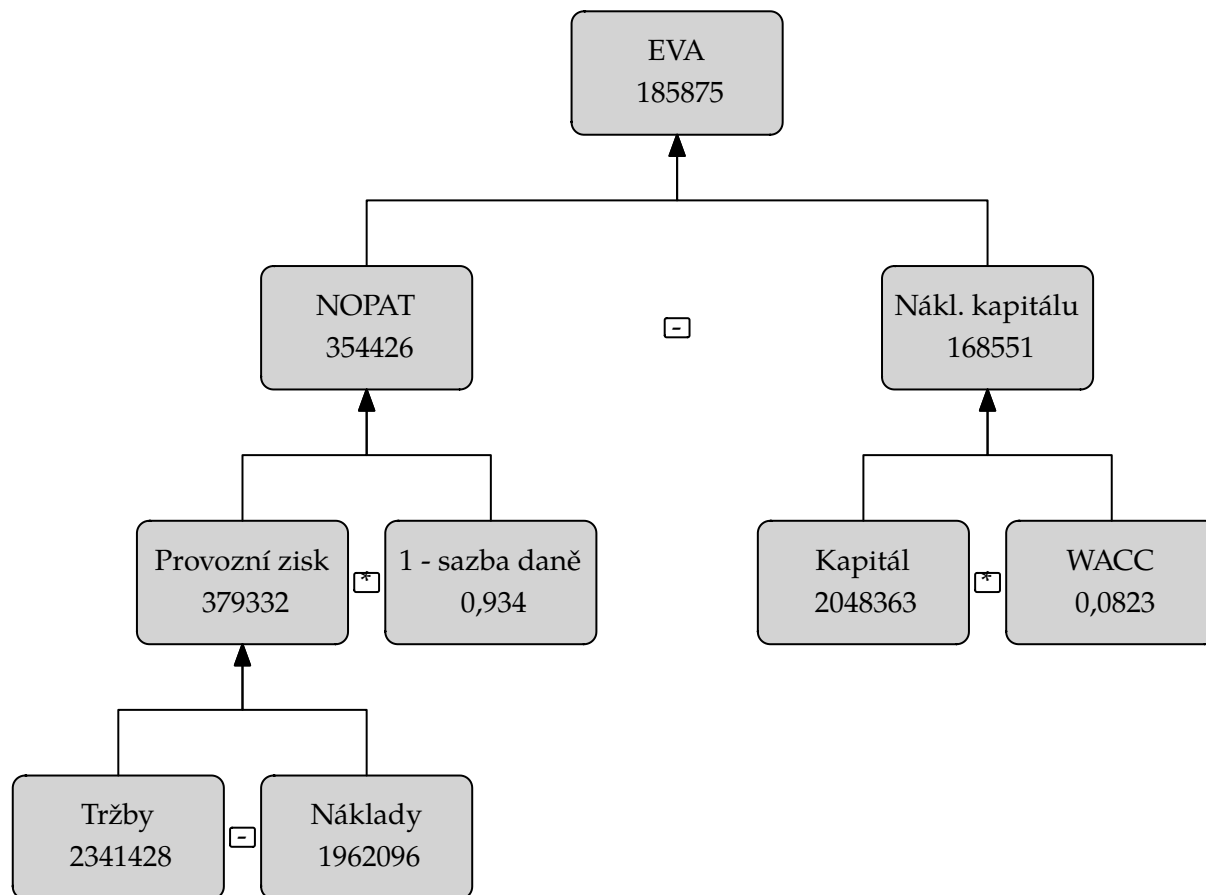
Ekonomická přidaná hodnota (EVA) je po celé sledované období kladná viz obr. 28. Mezi lety 2014 a 2017 roste. V roce 2018 nastal oproti minulému roku nepatrný pokles, který pokračuje v roce 2019. Minimum v roce 2014 bylo 185,2 mil. CZK. Maximum v roce 2017 dosáhlo na hodnotu 353,2 mil. CZK, aby v roce 2019 byla hodnota o 167,4 mil. CZK.

Pokles ukazatele EVA v letech 2018 a 2019 je zapříčiněn klesajícím hodnotovým rozpětím, viz obr. 29.

Srovnáme vývoj indexu EVA pro podnik Kromadora Weels s.r.o, české podniky z odvětví NACE 29.30 a evropské podniky z odvětví *autoparts Europe* z databáze Damodaran (2014–2019) viz obr. 28. (V tomto obrázku mají hodnoty řádově odlišné jednotky, proto je porovnáván jen průběh křivek.) Pro podniky z odvětví NACE 29.30, EVA od roku 2015 klesá a v roce 2018 dosáhla dokonce záporné hodnoty (pro rok 2019 hodnota není k dispozici).

Spread (obr. 29) je ve sledovaném období přibližně o 0,18 vyšší než v odvětví NACE 29.30. Zdá se, jakoby vývoj hodnotového rozpětí kopíroval vývoj v odvětví NACE 29.3. s dvouletým zpožděním a podobný vývoj má také ukazatel EVA. EVA podniků z databáze Panorama českého průmyslu (Ministerstvo průmyslu a obchodu 2019) je v porovnání s podnikem Kromadora Weels s.r.o. velmi nízká.

Obrázek 30: Pyramidový rozklad EVA v roce 2019 (WACC a sazba daně jsou zaokrouhleny, výpočet probíhal s nezaokrouhlenými hodnotami)



Zdroj: Vlastní zpracování

Pro podniky sledované v databázi Damodaran (2014–2019), EVA roste v letech 2015 až 2017 a poté nastane pokles zpět na úroveň roku 2016 a v roce 2019 se dostává do záporných hodnot. Oproti českým firmám z oboru NACE 29.30 má EVA podniku Kromadora Weels s.r.o úplně opačný vývoj do roku 2017. Ve srovnání s evropskými podniky oboru *autoparts* podnik Kromadora Weels s.r.o lépe zvládl zhoršení podmínek v roce 2018 a 2019, protože EVA zůstává v kladných hodnotách.

4.3.3 Plán hospodaření podniku v dalších letech

Ocenění podniku bude provedeno na základě finančního plánu vytvořeného pro roky 2020–2024. Firmou byla pro potřeby této práce poskytnuta předběžná data za rok 2019, umožňující přidat údaje za rok 2019 k finanční analýze a následnému ocenění podniku. Následující finanční plány byly konzultovány s vedením společnosti, které tyto finanční

plány prohlásilo za věrohodné.

Při vypracování finančního plánu byly nejprve predikovány tržby z prodeje výrobků a služeb.

Plán výkazu zisku a ztráty

Regresní analýzou se nepovedlo prokázat vysokou závislost tržeb podniku na žádném z běžných makroekonomických ukazatelů, přičemž byly uvažovány

- HDP,
- inflace,
- tržby v oboru,
- ceny surovin (hliníku).

Proto byly tržby predikovány jen na základě předchozího vývoje a expertních odhadů.

Podnik už nebude v dalších letech investovat do nových výrobních hal. Výroba se tedy bude zvyšovat jen o volné současné kapacity. V letech 2014-2019 bylo průměrné tempo růstu (geometrický průměr) 1,047 tj. v průměru byl roční nárůst o 4,7%. Do dalších let proto podnik plánuje konstantní nárůst tržeb o 3%.

Tento odhad reflektuje také předpokládanou inflaci na úrovni přibližně 2% a pokračování krize v automobilovém průmyslu, která se objevila v roce 2019.

Položku *Osobní náklady* nelze predikovat z tržeb, protože výrobní kapacity podniku se již příliš nemění a tržby porostou zvyšováním produktivity práce a z rezervních výrobních kapacit. Je plánováno, že položka *Osobní náklady* poroste v dalších letech každoročně o 4%.

Regresní analýzou nelze z tržeb za prodej výrobků predikovat položku *Změna stavu zásob vlastní činnosti* ani položky *Ostatní provozní náklady* a *Ostatní provozní výnosy* (nízký determinační koeficient v lineárním modelu). Protože průměrný rozdíl mezi *Ostatními provozními výnosy* a *Ostatními provozními náklady* je přibližně jen 141 tis. Kč, můžeme obě tyto položky v našich úvahách zanedbat.

Průměrná hodnota ukazatele *Změna stavu zásob vlastní činnosti* ve sledovaném období je -20876 tis. Kč. Budeme tedy tuto položku v predikovaném období uvažovat v této výši.

Položka *Úprava hodnot v provozní oblasti* (odpisy) je navyšována v závislosti na navyšování dlouhodobého majetku a její hodnoty jsou určeny na základě lineárního regresního modelu (s determinacním koeficientem vyšším než 0,95).

Podnik obdržel vládní investiční pobídku ve formě slevy na dani. V následujících letech se tedy předpokládá daňová sazba na úrovni roku 2019, tj. 6,1%.

Plán pro výkaz zisku a ztráty je uveden v tabulce 42, Příloha 11

Plánování aktiv

Ve firmě skončilo období velkých investic, proto *Dlouhodobý majetek* firmy bude růst jen mírným tempem, plánováno je 0,5% za rok.

Podnik by chtěl udržet platební morálku zákazníků na stejné úrovni jako dosud. Položka *Pohledávky* je do dalších let plánována jen s mírným nárůstem (0,5% ročně) nad úroveň roku 2019. Tento nárůst odpovídá plánovaným nárůstům tržeb.

Oběžná aktiva a *Zásoby* jsou plánovány v závislosti na plánované výši tržeb metodami regresní analýzy. Závislost těchto položek na tržbách z prodeje výrobků je vysoká (adjustovaný determinacní koeficient lineární regrese bez absolutního členu je vždy vyšší než 0,95).

Plánovaná aktiva jsou uvedena v tabulce 43, Příloha 11.

Plánování pasiv

Plánování pasiv proběhlo v závislosti na naplánovaných tržbách a aktivech. Předpokládá se, že podnik bude vyplácet 65% z hospodářského výsledku po zdanění jako podíly na zisku vlastníkům. Dále firma plánuje postupně umořovat *Dlouhodobé závazky* a to každoročně 11% z hospodářského výsledku. Vhodnou platební kázní je plánováno snižovat také *Krátkodobé závazky*.

Časové rozlišení pasiv je téměř po celé sledované období rovno nule, proto budeme tuto hodnotu předpokládat i v budoucím vývoji.

Plánovaná pasiva jsou uvedena v tabulce 44, Příloha 11.

4.3.4 Ocenění výnosovými metodami

Ocenění podniku bylo provedeno k datu 1.1. 2020.

Ocenění podniku metodou DCF entity

Údaje pro analýzu budoucích peněžních toků vycházejí z plánovaného výkazu zisku a ztráty (tab. 42, Příloha 11) a plánované rozvahy (tab. 43, Příloha 11 a 44, Příloha 11). Predikované období bylo zvoleno v délce 5let. Výsledky jsou uvedeny v tabulce 46, Příloha 12.

Hodnota podniku v predikovaném období, vypočtená podle vzorce (2.30), je rovna

$$\begin{aligned} \text{Hodnota podniku v predikovaném období} &= \\ &= 75\,529 + 154\,694 + 214\,782 + 254\,948 + 301\,791 = 1\,001\,744 \text{ tis. Kč} \end{aligned}$$

Pro pokračující hodnotu podniku jsme zvolili tempo růstu $g = 4\%$

$$\text{Hodnota podniku v pokračovacím období} = \frac{301\,791 \cdot (1 + 0,04)}{0,082 - 0,04} = 7\,422\,434 \text{ tis. Kč}$$

$$\text{Celková hodnota podniku} = 1\,001\,744 + \frac{7\,422\,434}{(1 + 0,082)^5} = 5\,829\,957 \text{ tis. Kč}$$

Hodnota podniku Kromadora Weels s.r.o. stanovená metodou DCF entity
je 5 829 957 tis. Kč.

Analýza citlivosti metody DCF entity

Pro ocenění podniku je nutné vhodně zvolit tempo růstu g . Zároveň je to parametr, který není možné ovlivnit vnitropodnikovými opatřeními. Abychom vyloučili možnost chybného ocenění podniku na základě chybně odhadnutého tempa růstu, provedeme analýzu citlivosti ocenění na úrovni tempa růstu. Protože světové trhy očekávají recesi, volíme v analýze citlivosti tempo růstu spíše konzervativně a to v intervalu 0–5% s krokem 1%.

Při ohodnocení podniku metodou DCF entity ovlivňuje tempo růstu pokračovací hodnotu ve druhé fázi ocenění viz tab. 47, Příloha 12.



Zdroj: Vlastní zpracování podle tab. 47, Příloha 12

Tempo růstu ovlivní celkové ocenění podniku významně viz obr. 31. Pokud bude tempo růstu nižší, než odhadovaná hodnota $g = 4\%$, hodnota podniku klesá. Největší procentní pokles hodnoty podniku zaznamená při snížení tempa růstu na $g = 3\%$. V tomto případě by odhad hodnoty podniku měl být nižší o 16%. Další poklesy odhadované hodnoty podniku už jsou menší. Při nulovém tempu růstu by se odhad hodnoty podniku snížil přibližně o 41% na hodnotu 3 387 479 tis. Kč.

Pokud bychom tempo růstu zvýšili o 1% odhadovaná hodnota podniku by vzrostla na cca 700 mld. Kč.

Ocenění podniku pomocí metody EVA entity

Údaje pro analýzu budoucích EVA vycházejí z plánovaného výkazu zisku a ztráty (tab. 42, Příloha 11) a plánované rozvahy (tab. 43, Příloha 11 a 44, Příloha 11). Predikované období bylo zvoleno v délce 5 let. Výsledky vypočtené podle vzorců z kap. 2.9.2 jsou uvedeny v tabulce 48, Příloha 12.

Hodnoty NOPAD a NOA byly korigovány v souladu s úpravami provedenými při analýze DCF entity.

Hodnota podniku v predikovaném období, vypočtená podle vzorce (2.57), je rovna

Hodnota podniku v predikovaném období =

$$= 1\,973\,992 + 138\,119 + 118\,581 + 122\,381 + 124\,996 + 127\,362 = 2\,605\,434 \text{ tis. Kč}$$

Pro pokračující hodnotu podniku vypočtenou podle vzorce (2.58), jsme zvolili tempo

růstu $g = 4\%$

EVA v prvním roce druhé fáze = $296\,000 \cdot (1 + 0,04) - 1\,205\,420 \cdot 0,083 = 207\,266$ tis. Kč

$$\text{Pokračující hodnota EVA} = \frac{207\,266}{0,083 - 0,04} = 4\,771\,866 \text{ tis. Kč}$$

$$\text{Celková hodnota podniku} = 2\,605\,434 + \frac{4\,771\,866}{(1 + 0,082)^5} = 5\,709\,482 \text{ tis. Kč}$$

Hodnota podniku Kromadora Weels s.r.o. stanovená metodou EVA entity je 5 709 482 tis. Kč.

Jak bylo poznamenáno na str. 45:

Hodnoty oceněného podniku získané metodou EVA entity a metodou DCF entity jsou téměř stejné.

Ocenění metodou čistých kapitálových výnosů

Výpočet ocenění metodou čistých kapitalizovaných výpočtů byl proveden podle vzorců z kap. 2.9.3. Hospodářský výsledek byl korigovaný podle vzorce 2.33. Potřebné údaje jsou uvedeny v tab. 49, Příloha 12. Na základě této tabulky je trvale odnímatelný čistý zisk vypočten jako

$$\text{TČZ} = \frac{265\,366 + 532\,298 + 1\,289\,886 + 1\,807\,388 + 2\,455\,185 + 2\,119\,734}{21} = 403\,327 \text{ tis. Kč.}$$

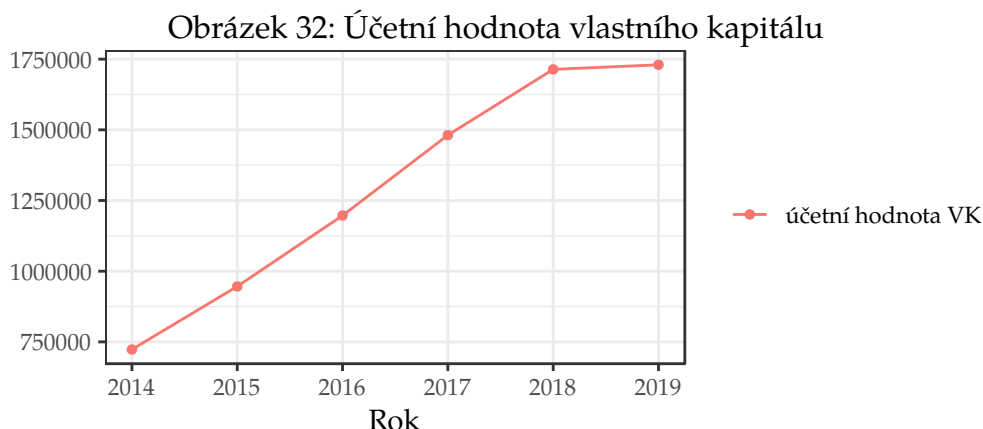
Kalkulovanou úrokovou míru vypočteme podle údajů z tabulek 39, Příloha 10 a 16, Příloha 3

$$i_k = 0,093 - 0,028 = 0,065.$$

Hodnota podniku potom bude stanovena jako

$$H = \frac{403\,327}{0,065} = 6\,209\,738 \text{ tis. Kč.}$$

Hodnota podniku Kromadora Weels s.r.o. stanovená metodou čistých kapitálových výnosů je 6 209 738 tis. Kč.



Zdroj: Vlastní zpracování podle tab. 50, Příloha 12

4.3.5 Majetkové metody ocenění

Ocenění metodou účetní hodnoty

Účetní hodnota vlastního kapitálu (viz obr. 32) roste přibližně lineárně do roku 2018, průměrný nárůst v tomto období je 247 657 tis. Kč. V roce 2019 byl přírůstek jen 16 138 tis. Kč a účetní hodnota vlastního kapitálu v tomto roce byla 1 729 910 tis. Kč.

**Účetní hodnota vlastního kapitálu podniku Kromadora Weels s.r.o. je
1 729 910 tis. Kč.**

4.3.6 Srovnání výsledků jednotlivých metod ocenění

Podnik Kromadora Weels s.r.o. byl oceněn metodami DCF entity, EVA entity, metodou kapitalizovaných čistých zisků a byla určena účetní hodnota vlastního kapitálu. Výsledky jsou shrnuty v tabulce 9.

Ocenění metodami DCF entity a EVA entity skončilo, tak jak předpovídala podle teorie, téměř stejnou hodnotou. Ocenění podniku pomocí metody kapitalizovaných čistých zisků se od hodnoty získané metodou DCF liší o 379 781 tis. Kč. Protože však rozdíl v ocenění těmito metodami není vysoký, můžeme konstatovat, že ocenění bylo provedeno správně. Díky analýze citlivosti metody DCF vidíme, že stejné hodnoty jako u metody kapitalizovaných čistých zisků bychom metodou DCF entity dosáhli, pokud bychom při výpočtech zvýšili předpokládané tempo růstu přibližně o 0,25% (viz obr. 31).

Tabulka 9: Výsledky ocenění podniku Kromadora Weels s.r.o.

metoda	Ocenění [tis. Kč]
DCF entity	5 829 957
EVA entity	5 709 482
metodou kapitalizovaných čistých zisků	6 209 738
účetní hodnota vlastního kapitálu	1 729 910
<i>Zdroj: Vlastní zpracování</i>	

Odhad hodnoty podniku metodou účetní hodnoty vlastního kapitálu byl nejnižší, protože tato metoda je velmi konzervativní, vychází z historických cen a popisuje zejména majetkovou stránku podniku.

5 Závěr

Cílem diplomové práce bylo stanovení hodnoty podniku Kromadora Weels s.r.o. k datu **1.1. 2020**. Dílčím cílem bylo zhodnocení finanční situace společnosti v letech 2014–2019.

Diplomová práce byla rozdělena na dvě hlavní části, část teoretickou a část praktickou. Teoretická část byla věnována popisu terminologie hlavního tématu diplomové práce, ze kterých bylo následně čerpáno při zpracování praktické části.

Součástí práce byla kapitola o přestavení podniku Kromadora Weels s.r.o., jeho charakteristika, hlavní činnost podnikání a specifikace produktů. Představeny byly historické milníky této společnosti.

V praktické části práce byla provedená strategická analýza a vliv makroprostředí a mikroprostředí na podnikatelskou činnost podniku. Analýza makroprostředí byla provedená pomocí PESTLE analýzy, analýza mikroprostředí byla provedena Porterovou analýzou pěti konkurenčních sil. Představena byla konkurence podniku, hlavní zákazníci a dodavatelé, substituty, ale také potencionální konkurence.

Další fází práce byla interní analýza, která byla provedená finanční analýzou podniku. Výchozími podklady pro interní analýzu byla rozvaha a výkaz zisku a ztráty společnosti za období 2014 – 2019. Součástí finanční analýzy byla horizontální a vertikální analýza, analýza zaměřená na skupinu poměrových ukazatelů a zpracování bonitních a bankrotních modelů.

Poslední část práce byla zaměřená na samotné stanovení hodnoty podniku k datu 1.1. 2020. K tomuto byly použity výnosové metody DCF entity, metoda ocenění ekonomické přidané hodnoty EVA entity a metoda kapitalizovaných čistých zisků. Jako doplňková byla zvolena také metoda účetní hodnoty. Výsledky výnosových metod jsou si blízké, výsledek majetkové metody je výrazně odlišný. Jako první bylo provedeno stanovení hodnoty podniku dvoufázovou metodou DCF entity ve výši 5 829 957 tis. Kč, metodou EVA entity byl podnik oceněn v hodnotě 5 709 482 tis. Kč. K metodě DFC entity byla

provedena analýza citlivosti ocenění na volbě koeficientu růstu. Dále byl podnik oceněn metodou kapitalizovaných čistých zisků na hodnotu 6 209 738 tis. Kč. Jako poslední doplňková metoda byla zvolena metoda účetní hodnoty. Pomocí této metody byla určena hodnota podniku 1 729 910 tis. Kč.

Jako vedlejší výsledek bylo na příkladu firmy Kromadora Weels s.r.o. potvrzeno, že výpočet váženého průměru nákladů na kapitál WACC stavebnicovým modelem metodikou MPO není vhodný pro větší firmy, a že tyto firmy by měly WACC vyčíslit jinou metodou, např. metodou CAPM.

Seznam použité literatury

ANON. *Investing* [online] [vid. 30. 10. 2019]. Dostupné z: www.investing.com

ANON. *Mezinárodní oceňovací standardy 2017*. Jesenice: Ekopress. 2018. ISBN 978-80-87865-44-6.

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. *Výnos desetiletého státního dluhopisu ČR* [online] [vid. 30. 10. 2019]. Dostupné z: www.cnb.cz

ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD. *Průmysl, energetika – časové řady* [online] [vid. 30. 10. 2019]. Dostupné z: www.czso.cz

DAMODARAN, Aswath. *Data* [online] [vid. 15. 10. 2019]. Dostupné z: www.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page

DLUHOŠOVÁ, Dana. *Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita*. 3., rozš. vyd. Praha: Ekopress. 2010. ISBN 978-80-86929-68-2.

DVOŘÁČEK, Jiří a Peter SLUNČÍK. *Podnik a jeho okolí: jak přežít v konkurenčním prostředí*. Praha: C.H. Beck. 2012. ISBN 978-80-7400-224-3.

HANZELKOVÁ, Alena, Miloslav KEŘKOVSKÝ a Oldřich VYKYPĚL. *Strategické řízení: teorie pro praxi*. 3. přepracované vydání. Praha: C.H. Beck. 2017. ISBN 978-80-7400-637-1.

KAŠÍK, Josef a Jiří FRANEK. *Základy podnikové diagnostiky*. Ostrava: VŠB-TU Ostrava. 2015. ISBN 978-80-248-3888-5.

KISLINGEROVÁ, Eva. *Oceňování podniku*. 2. preprac. a dopl. vyd. Praha: C. H. Beck. 2001. ISBN 80-7179-529-1.

KOŠŤAN, Pavol a Oldřich ŠULÉŘ. *Strategické řízení*. In: František BĚLOHLÁVEK, ed. *Management*. Brno: Computer Press, s. 185–230. 2006. ISBN 80-251-0396-X.

KUBÍČKOVÁ, Dana a Irena JINDŘICHOVSKÁ. *Finanční analýza a hodnocení výkonnosti*

firmy. Praha: C.H. Beck. 2015. ISBN 9788074005381.

LANDA, Martin. *Jak číst finanční výkazy: [analýza účetních výkazů, hodnocení finanční výkonnosti, měření efektivnosti investic : případové studie, příklady, koncepce podnikového účetního systému]*. Brno: Computer Press. 2008. ISBN 978-80-251-1994-5.

MAGRETTA, Joan. *Michael Porter jasně a srozumitelně: o konkurenci a strategii*. Praha: Management Press. 2012. ISBN 978-80-7261-251-2.

MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku pro pokročilé: hlubší pohled na vybrané problémy*. Druhé, upravené vydání. Praha: Ekopress. 2018. ISBN 978-80-87865-42-2.

MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 3. uprav. a rozš. vyd. Praha: EKOPRESS. 2011. ISBN 978-80-86929-67-5.

MINISTERSTVO FINANCÍ. *Jednotné kurzy měn* [online] [vid. 30. 10. 2019]. Dostupné z: www.mfcr.cz

MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU. *Panorama zpracovatelského průmyslu ČR 2018* [online] [vid. 30. 10. 2019]. Dostupné z: www.mpo.cz

NEUMAIEROVÁ, Inka a Ivan NEUMAIER. Index IN05. In: *Evropské finanční systémy: sborník příspěvků z mezinárodní vědecké konference*. Brno: Masarykova univerzita, s. 143–148. 2011. ISBN 80-210-3753-9.

PETERSON, Drake Pamela a Frank J. FABOZZI. *Analysis of financial statements*. Hoboken, New Jersey: John Wiley. 2006. ISBN 978-1-118-29998-2.

PORTER, Michael E. *Konkurenční výhoda: (Jak vytvořit a udržet si nadprůměrný výkon)*. Praha: Victoria Publishing. 1993. ISBN 80-85605-12-0.

RŮČKOVÁ, Petra. *Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi*. 5., aktualizované vydání. Praha: Grada Publishing. Finanční řízení. 2015. ISBN 978-80-247-5534-2.

SDRUŽENÍ AUTOMOBILOVÉHO PRŮMYSLU. *Základní přehledy automotive* [online] [vid. 30. 10. 2019]. Dostupné z: autosap.cz

SEDLÁČEK, Jaroslav. *Finanční analýza podniku*. Brno: Computer Press. Praxe manažera (Computer Press). 2007. ISBN 978-80-251-1830-6.

SEDLÁČKOVÁ, Helena a Karel BUCHTA. *Strategická analýza*. 2., přeprac. a dopl. vyd.

V Praze: C.H. Beck. 2006. ISBN 80-7179-367-1.

SCHOLLEOVÁ, Hana. *Investiční controlling: jak hodnotit investiční záměry a řídit podnikové investice*. Praha: Grada Publishing. 2009. ISBN 978-80-247-2952-7.

TENG, Michael. *Business diagnosis*. Singapore: Corporate Turnaround Centre Pte Ltd. 2009. ISBN 978-981-08-4061-7.

Seznam zkratek

CAPM — model oceňování kapitálových aktiv (Capital Assets Pricing Model)

CF — peněžní tok (Cash Flow)

ČPK — čistý pracovní kapitál,

ČZ — čistý zisk,

DHM — dlouhodobý hmotný majetek,

DNM — dlouhodobý nehmotný majetek,

DCF — diskontovaný peněžní tok (Discounted Cash Flow)

EAT — čistý zisk (Earnings after Taxes),

EBIT — zisk před zdaněním a úroky (Earnings before Interest and Taxes) ,

EBT — zisk před zdaněním (Earnings before Taxes),

EVA — ekonomická přidaná hodnota (Economic Value Added)

FCFF — volný peněžní tok pro firmu (Free Cash Flow to Firm)

KPVH — korigovaný provozní výsledek hospodaření

NOA — čistá operační aktiva (Net Operating Assets)

NOPAT — čistý provozní zisk po zdanění (Net Operating Profit after Taxes)

OA — oběžná aktiva,

ROA — rentabilita aktiv (Return on Assets),

ROE — rentabilita vlastního kapitálu (Return on Equity),

ROI — rentabilita investic (Return on Investment),

ROIC — rentabilita celkového investovaného kapitálu (Return on Investment Capital),

TČZ — trvale odnímatelný čistý zisk,

VH — výsledek hospodaření,

VK — vlastní kapitál,

VZZ — výkaz zisku a ztráty

WACC — Vážený průměr nákladů kapitálu (Weighted Average Cost of Capital)

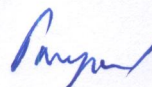
Prohlášení o využití výsledků diplomové práce

Prohlašuji, že:

- jsem byl(a) seznámen(a) s tím, že na mou diplomovou (bakalářskou) práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. – autorský zákon, zejména § 35 – užití díla v rámci občanských a náboženských obřadů, v rámci školních představení a užití díla školního a § 60 – školní dílo;
- беру на ведоми, же оdevzdáním diplomové (bakalářské) práce souhlasím se zveřejněním své práce podle zákona č. 111/1998 Sb. o vysokých školách a o změně a doplnění dalších zákonů (zákon o vysokých školách), ve znění pozdějších právních předpisů, bez ohledu na výsledek obhajoby;
- беру на ведоми, же Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava (dále jen VŠB-TUO) má právo nevýdělečně, ke své vnitřní potřebě, diplomovou (bakalářskou) práci užít (§ 35 odst. 3);
- souhlasím s tím, že diplomová (bakalářská) práce bude v elektronické podobě archivována v Ústřední knihovně VŠB-TUO. Souhlasím s tím, že bibliografické údaje o diplomové (bakalářské) práci budou zveřejněny v informačním systému VŠB-TUO;
- bylo sjednáno, že s VŠB-TUO, v případě zájmu z její strany, uzavřu licenční smlouvu s oprávněním užít dílo v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- bylo sjednáno, že užít své dílo, diplomovou (bakalářskou) práci, nebo poskytnout licenci k jejímu využití mohu jen se souhlasem VŠB-TUO, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly VŠB-TUO na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše).

V Ostravě 17. 4. 2020

Bc. Kateřina Pompová



Seznam příloh

1. VZZ podniku Kromadora Weels s.r.o
2. Rozvaha podniku Kromadora Weels s.r.o
3. Data z českých a světových databází
4. Horizontální analýza rozvahy
5. Horizontální analýza VZZ
6. Vertikální analýza rozvahy
7. Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty
8. Poměrové ukazatele
9. Bonitní a bankrotní modely
10. Ocenění podniku v minulých letech
11. Plán hospodaření na roky 2020-2024
12. Ocenění podniku

Přílohy

Příloha 1. VZZ podniku Kromadora Weels s.r.o

Tabulka 10: Vybrané položky výkazu zisku a ztráty

název	ř.	2014	2015	2016	2017	2018
Tržby z prodeje výrobků a služeb	1	1 781 656	2 110 971	2 006 710	2 243 823	2 647 328
Tržby za prodej zboží	2	9 996	31 206	15 278	17 796	13 062
Výkonová spotřeba	3	1 635 703	2 136 215	1 715 333	2 075 250	2 501 864
Změna stavu zásob vlastní činnosti	7	-30 466	-86 158	31 656	-24 143	-16 136
Aktivace	8	-294 541	-499 971	-400 771	-602 069	-739 729
Osobní náklady	9	109 700	133 385	151 957	173 608	214 735
Úpravy hodnot v provozní oblasti	14	103 424	125 029	153 751	185 023	200 384
Ostatní provozní výnosy	20	414 896	504 203	238 904	114 747	126 597
Ostatní provozní náklady	24	407 458	505 515	240 284	113 813	132 071
Daně a poplatky	27	2 205	2 640	2 671	2 738	3 324
Provozní výsledek hospodaření	30	275 270	332 365	368 682	454 884	493 798
Nákladové úroky a podobné náklady	43	11 132	10 290	9 478	8 196	6 559
Ostatní finanční výnosy	46	9 158	18 178	3 596	53 071	27 588
Ostatní finanční náklady	47	14 539	8 638	4 162	25 959	28 117
Finanční výsledek hospodaření	48	-16 507	-743	-10 043	18 916	-7 088
Výsledek hospodaření před zdaněním	49	258 763	331 622	358 639	473 800	486 710
Daň z příjmů splatná	51	1	1	1		
Výsledek hospodaření po zdanění	53	258 762	331 621	358 638	473 800	486 710

Zdroj: Vlastní zpracování, data: www.justice.cz

Tabulka 11: Vybrané položky výkazu zisku a ztráty
(předběžné výsledky)

název	ř.	2019
Tržby z prodeje výrobků a služeb	1	2 341 428
Tržby za prodej zboží	2	14 236
Výkonová spotřeba	3	2 187 240
Změna stavu zásob vlastní činnosti	7	-7
Aktivace	8	-681 365
Osobní náklady	9	234 823
Úpravy hodnot v provozní oblasti	14	237 551
Ostatní provozní výnosy	20	89 844
Ostatní provozní náklady	24	90 900
Daně a poplatky	27	3 612
Provozní výsledek hospodaření	30	376 366
Nákladové úroky a podobné náklady	43	4 896
Ostatní finanční výnosy	46	17 346
Ostatní finanční náklady	47	14 540
Finanční výsledek hospodaření	48	-1 930
Výsledek hospodaření před zdaněním	49	374 436
Daň z příjmů splatná	51	23 070
Výsledek hospodaření po zdanění	53	351 366

Zdroj: Vlastní zpracování

Příloha 2. Rozvaha podniku Kromadora Weels s.r.o

Tabulka 12: Vybrané položky z rozvahy

název	ř.	2014	2015	2016	2017	2018
AKTIVA CELKEM	1	1 457 262	1 776 020	1 958 331	2 267 951	2 518 697
Dlouhodobý majetek	3	957 745	1 157 669	1 389 474	1 521 194	1 790 996
Dlouhodobý nehmotný majetek	4	1 235	755	822	758	754
Dlouhodobý hmotný majetek	14	956 510	1 156 914	1 388 652	1 520 436	1 790 242
Oběžná aktiva	37	497 934	617 179	567 832	744 699	725 930
Zásoby	38	161 675	291 066	281 266	299 440	322 457
Pohledávky	46	311 482	313 472	275 023	284 502	223 161
Krátkodobé pohledávky	57	311 260	313 438	275 023	284 502	223 161
Peněžní prostředky	71	24 777	12 641	11 543	160 757	180 312
Časové rozlišení	74	1 583	1 172	1 025	2 058	1 771
PASIVA CELKEM	78	1 457 262	1 776 020	1 958 331	2 267 951	2 518 697
Vlastní kapitál	79	723 144	946 066	1 196 747	1 481 162	1 713 772
Základní kapitál	81	239 828	239 828	239 828	239 828	239 828
Výsledek hospodaření minulých let	95	224 794	374 760	598 281	767 534	987 234
Výsledek hospodaření běžného účetního období	99	259 466	331 621	358 638	473 800	486 710
Cizí zdroje	101	734 118	829 954	761 524	786 789	804 925
Rezervy	102	2 442	2 484	1 783	3 015	3 841
Závazky	107	731 676	827 470	759 741	783 774	801 084
Dlouhodobé závazky	108	266 690	243 225	189 140	328 371	330 750
Závazky k úvěrovým institucím	112	266 690	243 225	189 140	328 371	330 750
Krátkodobé závazky	123	464 986	584 245	570 601	455 403	470 334
Závazky k úvěrovým institucím	127	73 145	192 714	246 291	87 608	
Závazky z obchodních vztahů	129	322 628	368 153	299 609	328 705	410 190
Závazky - ovládaná nebo ovládající osoba	131	53 588	896	471	610	8 659
Závazky ostatní	133	15 625	22 482	24 230	38 480	51 485
Časové rozlišení	141	0	0	60	0	0

Zdroj: Vlastní zpracování, data: www.justice.cz

Tabulka 13: Vybrané položky z rozvahy (předběžné výsledky)

název	ř.	2019
AKTIVA CELKEM	1	2 412 880
Dlouhodobý majetek	3	1 719 952
Dlouhodobý nehmotný majetek	4	1 108
Dlouhodobý hmotný majetek	14	1 718 844
Oběžná aktiva	37	691 445
Zásoby	38	340 525
Pohledávky	46	256 870
Krátkodobé pohledávky	57	256 870
Peněžní prostředky	71	94 050
Časové rozlišení	74	1 483
PASIVA CELKEM	78	2 412 880
Vlastní kapitál	79	1 729 910
Základní kapitál	81	239 828
Výsledek hospodaření minulých let	95	1 138 302
Výsledek hospodaření běžného účetního období	99	351 780
Cizí zdroje	101	682 970
Rezervy	102	4 502
Závazky	107	678 468
Dlouhodobé závazky	108	239 580
Závazky k úvěrovým institucím	112	239 580
Krátkodobé závazky	123	438 888
Závazky k úvěrovým institucím	127	
Závazky z obchodních vztahů	129	366 546
Závazky - ovládaná nebo ovládající osoba	131	176
Závazky ostatní	133	72 166
Časové rozlišení	141	0

Zdroj: Vlastní zpracování

Příloha 3. Data z českých a světových databází

Tabulka 14: Úroková sazba 10letých státních dluhopisů [%]

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Bezriziková sazba	0,67	0,49	0,53	1,5	2,01	1,51

Zdroj: Vlastní zpracování, data: ČNB (2019)

Tabulka 15: Jednotné kurzy měn stanovené MF

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Kurz USD - CZK	20,9	24,69	24,53	23,18	21,78	22,93

Zdroj: Vlastní zpracování, data: MF (2019)

Tabulka 16: Makroekonomické údaje v ČR

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
HDP [mld. Kč]	4 314	4 555	4 715	5 050	5 329	5 627
Podíl MSK na HDP ČR [%]	9,7	9,6	9,5	9,4	9,4	
Reálný meziroční růst HDP [%]	2,0	4,3	2,3	4,6	3,0	2,5
Inflace [%]	0,4	0,3	0,7	2,5	2,1	2,8
Hrubá mzda [Kč]	25 768	26 591	27 764	29 638	31 868	
Hrubá mzda MSK [Kč]	22 997	23 712	24 545	26 156		

Zdroj: Vlastní zpracování, data: ČSÚ (2019)

Tabulka 17: Demografické údaje z Moravskoslezského kraje

	2014	2015	2016	2017	2018
Počet obyvatel	1 219 722	1 215 209	1 211 437	1 207 419	1 204 346
V produktivním věku	824 734	813 948	802 969	792 722	783 759
Nezaměstnanost	83 877	72 573	64 036	49 487	39 789
Volných pracovních míst	5 399	10 324	10 911	13 973	17 227

Zdroj: Vlastní zpracování, data: ČSÚ (2019)

Tabulka 18: Ekonomické ukazatele odvětví CZ NACE-29.30 podle 3 MPO

	2014	2015	2016	2017	2018
XL1	0,12	0,11	0,12	0,11	0,10
XL2	0,88	0,87	0,84	0,83	0,83
ROE	16,94	19,81	15,95	12,12	10,30
re	12,94	12,47	10,21	9,66	10,92
rf	1,58	0,58	0,43	0,98	1,98
Spread	4,00	7,34	5,74	2,46	-0,62
EVA	4 597 618	9 372 790	7 713 645	3 514 104	-921 179

Zdroj: Vlastní zpracování, data: MPO (2019)

Tabulka 19: Údaje ČSÚ a SAP o odvětví CZ NACE 29, výroba motorových vozidel

	2014	2015	2016	2017	2018
Index průmyslové produkce (báze 2015)	89,2	100,0	111,8	122,6	125,3
Tržby (báze 2015)	89,4	100,0	109,7	117,0	117,5
ROE	19,2	22,7	19,0	19,4	
produkce SAP (báze 2015)	93,5	100,0	112,0	120,0	120,9

Zdroj: Vlastní zpracování, data: ČSÚ (2019) a SAP (2019)

Tabulka 20: Údaje z datových souborů Damodaran (2014–2019)

	Soubor	2014	2015	2016	2017	2018	2019
ROIC	pbvEurope	0,153	0,150	0,159	0,182	0,138	0,078
ROE	pbvEurope	0,216	0,197	0,152	0,245	0,141	0,074
Unlevered beta	betaEurope	1,557	1,469	1,229	1,335	1,033	1,187
Total Equity Risk Premium	ctryprem	0,068	0,074	0,067	0,059	0,069	0,058
Cost of Capital	waccEurope	0,126	0,125	0,107	0,102	0,099	0,089
Cost of Equity	waccEurope	0,150	0,147	0,127	0,119	0,130	0,121
Number of Firms	EVAEurope	59	56	56	56	55	55
EVA (mil. USD)	EVAEurope	1 969	1 796	4 161	7 473	4 106	-1 309
EVA prům. (mil. CZK)	(vypočteno)	697	792	1 823	3 093	1 626	-546

Zdroj: Vlastní zpracování, data: Damodaran (2014–2019)

Tabulka 21: Údaje o ROIC z datových souborů Damodaran (2014–2018)

	2014	2015	2016	2017	2018
EU	15,332	15,031	15,888	18,238	13,82
US	18,164	18,381	21,282	23,785	20,63
Rozvojové.trhy	11,686	9,998	10,806	10,710	8,11

Zdroj: Vlastní zpracování, data: Damodaran (2014–2019)

Příloha 4. Horizontální analýza rozvahy

Tabulka 22: Meziroční změna vybraných aktiv

	2015	2016	2017	2018	2019
Celková aktiva	318 758	182 311	309 620	250 746	-105 817
Celková aktiva [%]	21,9	10,3	15,8	11,1	-4,2
Dlouhodobý majetek	199 924	231 805	131 720	269 802	-71 044
Dlouhodobý majetek [%]	20,9	20,0	9,5	17,7	-4,0
Oběžná aktiva	119 245	-49 347	176 867	-18 769	-34 485
Oběžná aktiva [%]	23,9	-8,0	31,1	-2,5	-4,8
Zásoby	129 391	-9 800	18 174	23 017	18 068
Zásoby [%]	80,0	-3,4	6,5	7,7	5,6
Krátkodobé pohledávky	2 178	-38 415	9 479	-61 341	33 709
Krátkodobé pohledávky [%]	0,7	-12,3	3,4	-21,6	15,1
Peněžní prostředky	-12 136	-1 098	149 214	19 555	-86 262
Peněžní prostředky [%]	-49,0	-8,7	1 292,7	12,2	-47,8

Zdroj: Vlastní zpracování, data: Rozvaha

Tabulka 23: Meziroční změna vybraných pasiv

	2015	2016	2017	2018	2019
Celková pasiva	318 758	182 311	309 620	250 746	-105 817
Celková pasiva [%]	21,9	10,3	15,8	11,1	-4,2
Vlastní kapitál	222 922	250 681	284 415	232 610	16 138
Vlastní kapitál [%]	30,8	26,5	23,8	15,7	0,9
Cizí zdroje	95 836	-68 430	25 265	18 136	-121 955
Cizí zdroje [%]	13,1	-8,2	3,3	2,3	-15,2
Krátkodobé závazky	119 259	-13 644	-115 198	14 931	-31 446
Krátkodobé závazky [%]	25,6	-2,3	-20,2	3,3	-6,7

Zdroj: Vlastní zpracování, data: Rozvaha

Příloha 5. Horizontální analýza VZZ

Tabulka 24: Meziroční změna vybraných položek VZZ

	2015	2016	2017	2018	2019
Tržby z prodeje výrobků	329 315	-104 261	237 113	403 505	-305 900
Tržby z prodeje výrobků [%]	18,5	-4,9	11,8	18,0	-11,6
Výkonová spotřeba	500 512	-420 882	359 917	426 614	-314 624
Výkonová spotřeba[%]	30,6	-19,7	21,0	20,6	-12,6
Aktivace	-205 430	99 200	-201 298	-137 660	58 364
Aktivace [%]	69,7	-19,8	50,2	22,9	-7,9
Osobní náklady	23 685	18 572	21 651	41 127	20 088
Osobní náklady [%]	21,6	13,9	14,2	23,7	9,4
Provozní výsledek hospodaření	57 095	36 317	86 202	38 914	-117 432
Provozní výsledek hospodaření [%]	20,7	10,9	23,4	8,6	-23,8
Finanční výnosy	9 020	-14 582	49 475	-25 483	-10 242
Finanční výnosy [%]	98,5	-80,2	1 375,8	-48,0	-37,1
Finanční náklady	-5 901	-4 476	21 797	2 158	-13 577
Finanční náklady [%]	-40,6	-51,8	523,7	8,3	-48,3
Výsledek hospodaření před zdaněním	72 859	27 017	115 161	12 910	-112 274
Výsledek hospodaření před zdaněním [%]	28,2	8,1	32,1	2,7	-23,1
Výsledek hospodaření	72 859	27 017	115 162	12 910	-135 344
Výsledek hospodaření [%]	28,2	8,1	32,1	2,7	-27,8

Zdroj: Vlastní zpracování, data: VZZ

Příloha 6. Vertikální analýza rozvahy

Tabulka 25: Celková aktiva, rozklad na složky [%]

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Dlohodobá aktiva	65,7	65,2	71,0	67,1	71,1	71,3
Oběžná aktiva	34,2	34,8	29,0	32,8	28,8	28,7
Časové rozlišení	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1

Zdroj: Vlastní zpracování, data: rozvaha

Tabulka 26: Oběžná aktiva, rozklad na složky [%]

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Zásoby	32,5	47,2	49,5	40,2	44,4	49,2
Pohledávky	62,6	50,8	48,4	38,2	30,7	37,1
Peněžní prostředky	5,0	2,0	2,0	21,6	24,8	13,6
Časové rozlišení aktiva	0,3	0,2	0,2	0,3	0,2	0,2

Zdroj: Vlastní zpracování, data: rozvaha

Tabulka 27: Celková pasiva, rozklad na složky [%]

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Vlastní kapitál	49,6	53,3	61,1	65,3	68,0	71,7
Dlouhodobé závazky	18,3	13,7	9,7	14,5	13,1	9,9
Krátkodobé závazky	31,9	32,9	29,1	20,1	18,7	18,2
Rezervy	0,2	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2

Zdroj: Vlastní zpracování, data: rozvaha

Tabulka 28: Vlastní kapitál, rozklad na složky [%]

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Základní kapitál	33,2	25,4	20	16,2	14,0	13,9
VH z minulých let	31,1	39,6	50	51,8	57,6	65,8
VH za běžné období	35,9	35,1	30	32,0	28,4	20,3

Zdroj: Vlastní zpracování, data: rozvaha

Tabulka 29: Cizí zdroje, rozklad na složky [%]

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Dlouhodobé závazky	36,3	29,3	24,8	41,7	41,1	35,1
Závazky z obchodních vztahů	43,9	44,4	39,3	41,8	51,0	53,7
Závazky úvěrovým institucím	10,0	23,2	32,3	11,1	0,0	0,0
Závazky ovládající osoba	7,3	0,1	0,1	0,1	1,1	0,0
Závazky ostatní	2,1	2,7	3,2	4,9	6,4	10,6
Rezervy	0,3	0,3	0,2	0,4	0,5	0,7

Zdroj: Vlastní zpracování, data: rozvaha

Příloha 7. Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty

Tabulka 30: Vertikální analýza VZZ [%]

název	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Tržby z prodeje výrobků a služeb	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Tržby za prodej zboží	0,6	1,5	0,8	0,8	0,5	0,6
Výkonová spotřeba	91,8	101,2	85,5	92,5	94,5	93,4
Změna stavu zásob vlastní činnosti	-1,7	-4,1	1,6	-1,1	-0,6	0,0
Aktivace	-16,5	-23,7	-20,0	-26,8	-27,9	-29,1
Osobní náklady	6,2	6,3	7,6	7,7	8,1	10,0
Úpravy hodnot v provozní oblasti	5,8	5,9	7,7	8,2	7,6	10,1
Ostatní provozní výnosy	23,3	23,9	11,9	5,1	4,8	3,8
Ostatní provozní náklady	22,9	23,9	12,0	5,1	5,0	3,9
Daně a poplatky	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2
Provozní výsledek hospodaření	15,5	15,7	18,4	20,3	18,7	16,1
Nákladové úroky a podobné náklady	0,6	0,5	0,5	0,4	0,2	0,2
Ostatní finanční výnosy	0,5	0,9	0,2	2,4	1,0	0,7
Ostatní finanční náklady	0,8	0,4	0,2	1,2	1,1	0,6
Finanční výsledek hospodaření	-0,9	0,0	-0,5	0,8	-0,3	-0,1
Výsledek hospodaření před zdaněním	14,5	15,7	17,9	21,1	18,4	16,0
Daň z příjmů splatná	0,0	0,0	0,0			1,0
Výsledek hospodaření po zdanění	14,5	15,7	17,9	21,1	18,4	15,0

Zdroj: Vlastní zpracování, data: rozvaha

Příloha 8. Poměrové ukazatele

Tabulka 31: Ukazatele rentability

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
ROI	0,373	0,361	0,308	0,325	0,288	0,219
ROE	0,358	0,351	0,300	0,320	0,284	0,203
ROIC	0,272	0,287	0,265	0,266	0,241	0,192
ROS	0,151	0,162	0,183	0,215	0,186	0,162
ROA	0,185	0,193	0,188	0,213	0,196	0,157

Zdroj: Vlastní zpracování, data: rozvaha a VZZ

Tabulka 32: Ukazatele aktivity

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Obrat celkových aktiv	1,223	1,189	1,025	0,989	1,051	0,970
Obrat zásob	11,020	7,253	7,135	7,493	8,210	6,876

Zdroj: Vlastní zpracování, data: rozvaha a VZZ

Tabulka 33: Další ukazatelé aktivity

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Doba obratu aktiv	294,453	302,878	351,321	363,871	342,508	370,986
Doba obratu zásob	32,668	49,638	50,459	48,042	43,850	52,357
Doba obratu pohledávek	62,938	53,459	49,339	45,646	30,347	39,494
Doba obratu závazků	147,842	141,115	136,296	125,749	108,936	104,316

Zdroj: Vlastní zpracování, data: rozvaha a VZZ

Tabulka 34: Ukazatele zadluženosti

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Úrokové krytí	24,245	33,228	38,839	58,809	75,205	77,478
Věřitelské riziko	0,504	0,467	0,389	0,347	0,320	0,283
Finanční páka	2,015	1,877	1,636	1,531	1,470	1,395
Equity ratio	0,496	0,533	0,611	0,653	0,680	0,717
Zadluženost vl. kapitálu	1,015	0,877	0,636	0,531	0,470	0,395
Finanční samostatnost	0,985	1,140	1,572	1,883	2,129	2,533

Zdroj: Vlastní zpracování, data: rozvaha a VZZ

Tabulka 35: Ukazatele likvidity

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
ČPK	32 948	32 934	-2 769	289 296	255 596	252 557
Běžná likvidita	1,071	1,056	0,995	1,635	1,543	1,575
Pohotová likvidita	0,723	0,558	0,502	0,978	0,858	0,800
Hotovostní likvidita	0,053	0,022	0,020	0,353	0,383	0,214

Zdroj: Vlastní zpracování, data: rozvaha a VZZ

Příloha 9. Bonitní a bankrotní modely

Tabulka 36: IN05

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
A	1,99	2,14	2,57	2,88	3,13	3,53
B	24,2	33,2	38,8	58,8	75,2	77,5
C	0,185	0,193	0,188	0,213	0,196	0,157
D	1,223	1,189	1,025	0,989	1,051	0,970
E	1,07	1,06	1,00	1,64	1,54	1,58
0,13 A	0,26	0,28	0,33	0,37	0,41	0,46
0,004 B	0,10	0,13	0,16	0,24	0,30	0,31
3,97 C	0,74	0,76	0,75	0,84	0,78	0,62
0,21 D	0,26	0,25	0,22	0,21	0,22	0,20
0,09 E	0,10	0,10	0,09	0,15	0,14	0,14
IN05	1,44	1,52	1,54	1,81	1,84	1,74

Zdroj: Vlastní zpracování, data: rozvaha a VZZ

Tabulka 37: Altmanovo Z

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
X1	0,68	0,67	0,71	0,80	0,81	0,82
X2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,4	0,5
X3	0,178	0,187	0,183	0,209	0,193	0,155
X4	0,724	0,884	1,261	1,332	1,514	1,884
X5	1,22	1,19	1,02	0,99	1,05	0,97
0.717 X1,	0,49	0,48	0,51	0,57	0,58	0,59
0.847 X2,	0,13	0,18	0,26	0,29	0,33	0,40
3.107 X3,	0,55	0,58	0,57	0,65	0,60	0,48
0.42 X4	0,30	0,37	0,53	0,56	0,64	0,79
0.998 X5	1,22	1,19	1,02	0,99	1,05	0,97
Z	2,69	2,80	2,89	3,06	3,20	3,23

Zdroj: Vlastní zpracování, data: rozvaha a VZZ

Příloha 10. Ocenění podniku v minulých letech

Tabulka 38: Vážený průměr nákladů na kapitál stavebnicovou metodou MPO

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
r_f	0,007	0,005	0,005	0,015	0,020	0,015
UZ [mld]	1,455	1,774	1,956	2,265	2,515	2,408
r_{LA}	0,014	0,009	0,006	0,003	0,001	0,002
X1	0,015	0,012	0,012	0,010	0,008	0,007
EBIT/A	0,185	0,193	0,188	0,213	0,196	0,157
r_{PS}	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Běžná likvidita, L	1,071	1,056	0,995	1,635	1,543	1,575
XL1	0,120	0,110	0,120	0,110	0,100	0,100
XL2	0,880	0,870	0,840	0,830	0,830	0,830
r_{FS}	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
WACC	0,021	0,014	0,012	0,018	0,021	0,017

Zdroj: Vlastní zpracování, data: rozvaha a MPO (2019)

Tabulka 39: Vážený průměr nákladů na kapitál metodou CAPM

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Náklady cizího kapitálu r_d	0,015	0,012	0,012	0,010	0,008	0,007
Bezriziková sazba r_f	0,007	0,005	0,005	0,015	0,020	0,015
riziková prémie CZ $r_m - r_f$	0,068	0,074	0,067	0,059	0,069	0,058
β	2,136	1,850	1,425	1,633	1,235	1,343
Náklady na vlastní kapitál r_e	0,152	0,141	0,101	0,111	0,106	0,093
Equity ratio W_e	0,729	0,794	0,862	0,817	0,837	0,876
Věřitelské riziko W_d	0,271	0,206	0,138	0,183	0,163	0,124
WACC	0,115	0,115	0,088	0,093	0,090	0,082

Zdroj: Vlastní zpracování, data: rozvaha, ČNB (2019) a Damodaran (2014-2019)

Tabulka 40: Údaje pro analýzu EVA

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
NOPAT	269 894	341 911	368 116	481 996	493 269	354 426
NOA	992 276	1 191 775	1 387 730	1 812 548	2 048 363	1 973 992
WACC	0,115	0,115	0,088	0,093	0,090	0,082
Spread	0,251	0,230	0,220	0,255	0,182	0,091
EVA	185 227	228 295	262 667	353 229	330 479	185 875

Zdroj: Vlastní zpracování, data: rozvaha, VZZ a výroční zprávy a Damodaran (2014–2019)

Tabulka 41: Údaje pro analýzu peněžních toků

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
KPVH	244 804	246 207	400 338	430 741	477 662	376 359
Daň	1	1	1	0	0	23 070
KPVH po dani	244 803	246 206	400 337	430 741	477 662	353 289
Dlouhodobý majetek provozně nutný	957 745	1 157 669	1 389 474	1 521 194	1 790 996	1 719 952
Pracovní kapitál provozně nutný	34 531	34 106	-1 804	291 354	257 367	254 040
Investovaný kapitál provozně nutný	923 214	1 123 563	1 391 278	1 229 840	1 533 629	1 465 912
Úpravy hodnot	103 424	125 029	153 751	185 023	200 384	237 551
Podíly na zisku	40 285	109 500	108 100	189 385	254 100	335 642
Investice do provozně nutného dlouhodobého majetku		325 378	421 466	23 585	504 173	169 834
Investice do provozně nutného pracovního kapitálu		324 953	385 556	316 743	470 186	166 507
FCFF		-169 596	-144 834	464 821	-42 213	590 141

Zdroj: Vlastní zpracování, data: rozvaha, VZZ a výroční zprávy

Příloha 11. Plán hospodaření na roky 2020-2024

Tabulka 42: Plánované položky výkazu zisku a ztráty

název	ř.	2020	2021	2022	2023	2024
Tržby z prodeje výrobků a služeb	1	2 412 000	2 484 000	2 559 000	2 635 000	2 714 000
Tržby za prodej zboží	2	18 000	19 000	19 000	20 000	21 000
Výkonová spotřeba	3	2 254 000	2 321 000	2 391 000	2 462 000	2 536 000
Změna stavu zásob vlastní činnosti	7	-21 000	-21 000	-21 000	-21 000	-21 000
Aktivace	8	-602 000	-620 000	-639 000	-658 000	-678 000
Osobní náklady	9	244 000	254 000	264 000	275 000	286 000
Úpravy hodnot v provozní oblasti	14	247 000	248 000	249 000	250 000	251 000
Daně a poplatky	27	3 000	3 000	3 000	3 000	4 000
Provozní výsledek hospodaření	30	305 000	318 000	331 000	344 000	357 000
Daň z příjmů za běžnou činnost	50	19 000	19 000	20 000	21 000	22 000
Výsledek hospodaření po zdanění	53	286 000	299 000	311 000	323 000	335 000

Zdroj: Vlastní zpracování

Tabulka 43: Plánované položky na straně aktiv

název	ř.	2020	2021	2022	2023	2024
AKTIVA CELKEM	1	2 435 000	2 464 000	2 495 000	2 526 000	2 557 000
Dlouhodobý majetek	3	1 729 000	1 737 000	1 746 000	1 755 000	1 763 000
Oběžná aktiva	37	706 000	727 000	749 000	771 000	794 000
Zásoby	38	313 000	323 000	332 000	342 000	352 000
Pohledávky	46	259 000	262 000	265 000	267 000	270 000
Peněžní prostředky	71	134 000	142 000	152 000	162 000	172 000
Časové rozlišení	74	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000

Zdroj: Vlastní zpracování

Tabulka 44: Plánované položky na straně pasiv

název	ř.	2020	2021	2022	2023	2024
PASIVA CELKEM	78	2 435 000	2 464 000	2 495 000	2 526 000	2 557 000
Vlastní kapitál	79	1 758 400	1 871 400	1 988 400	2 109 400	2 234 400
Základní kapitál	81	240 000	240 000	240 000	240 000	240 000
Výsledek hospodaření minulých let	95	1 232 400	1 332 400	1 437 400	1 546 400	1 659 400
Výsledek hospodaření běžného účetního období	99	286 000	299 000	311 000	323 000	335 000
Dlouhodobé závazky	108	210 980	181 080	149 980	117 680	84 180
Krátkodobé závazky	123	465 620	411 520	356 620	298 920	238 420
Časové rozlišení	141	0	0	0	0	0

Zdroj: Vlastní zpracování

Tabulka 45: Plánovaný vážený průměr nákladů na kapitál metodou CAPM

	2020	2021	2022	2023	2024
Náklady cizího kapitálu r_d	0,007	0,007	0,007	0,007	0,007
Bezriziková sazba r_f	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015
riziková prémie CZ $r_m - r_f$	0,058	0,058	0,058	0,058	0,058
β	1,187	1,187	1,187	1,187	1,187
Náklady na vlastní kapitál r_e	0,092	0,090	0,089	0,087	0,086
Equity ratio W_e	0,893	0,912	0,930	0,947	0,964
Věřitelské riziko W_d	0,107	0,088	0,070	0,053	0,036
WACC	0,083	0,083	0,083	0,083	0,083

Zdroj: Vlastní zpracování

Příloha 12. Ocenění podniku

Tabulka 46: Ocenění metodou DCF entity

	2020	2021	2022	2023	2024
KPVH	268 000	281 000	293 000	305 000	318 000
Daň	19 000	19 000	20 000	21 000	22 000
KPVH po dani	249 000	262 000	273 000	284 000	296 000
Dlouhodobý majetek provozně nutný	1 729 000	1 737 000	1 746 000	1 755 000	1 763 000
Pracovní kapitál provozně nutný	242 380	317 480	394 380	474 080	557 580
Investovaný kapitál provozně nutný	1 486 620	1 419 520	1 351 620	1 280 920	1 205 420
Úpravy hodnot	247 000	248 000	249 000	250 000	251 000
Podíly na zisku	228 000	198 000	207 000	215 000	224 000
Investice do provozně nutného dlouhodobého majetku	267 708	180 900	181 100	179 300	175 500
Investice do provozně nutného pracovního kapitálu	256 048	256 000	258 000	259 000	259 000
FCFF	81 744	181 200	272 285	349 800	448 142
Odúročitel	0,924	0,854	0,789	0,729	0,673
Diskontovaný FCF	75 529	154 694	214 782	254 948	301 791

Zdroj: Vlastní zpracování

Tabulka 47: Ocenění metodou DCF entity pro různé volby tempa růstu [tis. Kč]

	0	0,01	0,02	0,03	0,04	0,05
Predikovaná hodnota	1 001 744	1 001 744	1 001 744	1 001 744	1 001 744	1 001 744
Pokračovací hodnota	3 667 601	4 216 726	4 942 177	5 945 122	7 422 434	9 814 897
Celková hodnota	3 387 479	3 744 678	4 216 577	4 868 981	5 829 957	7 386 228
Změna	-2 442 478	-2 085 279	-1 613 380	-960 976	0	1 556 271
Změna [%]	-41,90	-35,77	-27,67	-16,48	0,00	26,69

Zdroj: Vlastní zpracování

Tabulka 48: Ocenění metodou EVA entity

	2019	2020	2021	2022	2023	2024
NOPAT		249 000	262 000	273 000	284 000	296 000
NOA	1 973 992	1 486 620	1 419 520	1 351 620	1 280 920	1 205 420
WACC		0,083	0,083	0,083	0,083	0,083
Spread		0,124	0,093	0,109	0,127	0,148
EVA		149 485	138 900	155 147	171 501	189 126
Odúročitel		0,924	0,854	0,789	0,729	0,673
Diskontovaná EVA		138 120	118 582	122 382	124 997	127 363

Zdroj: Vlastní zpracování

Tabulka 49: Ocenění metodou kapitalizovaných čistých výnosů

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
KPVH po dani	244 803	246 206	400 337	430 741	477 662	353 289
Inflace [%]	0,4	0,3	0,7	2,5	2,1	2,8
Kumulovaná inflace	1,084	1,081	1,074	1,049	1,028	1,000
KPVH v cenách 2019	265 366	266 149	429 962	451 847	491 037	353 289
Váhy	1	2	3	4	5	6
Přepočet KPVH	265 366	532 298	1 289 886	1 807 388	2 455 185	2 119 734

Zdroj: Vlastní zpracování

Tabulka 50: Účetní hodnota vlastního kapitálu [tis. Kč]

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
účetní hodnota VK	723 144	946 066	1 196 807	1 481 162	1 713 772	1 729 910

Zdroj: Vlastní zpracování